



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

## URČOVÁNÍ HODNOTY PODNIKU

BUSINESS VALUATION

### DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

### AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Natálie Vargová

### VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

BRNO 2021

# Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí  
Studentka: **Bc. Natálie Vargová**  
Studijní program: Ekonomika a management  
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku  
Vedoucí práce: **prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.**  
Akademický rok: 2020/21

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

## Určování hodnoty podniku

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Cíle práce, metody a postup zpracování  
Teoretická východiska práce  
Strategická analýza podnikatelského subjektu  
Návrh finančního plánu  
Stanovení hodnoty podniku  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovení hodnoty podniku HARTMANN–RICO, sídlící ve Veverské Bytíšce. K tomu je nutné provést strategickou analýzu společnosti, vypracovat finanční plán, stanovit náklady kapitálu a stanovit hodnotu podniku metodou diskontovaného cash flow. Navržené ocenění bude diskutované z hlediska podmínek jeho platnosti.

### Základní literární prameny:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd Edition. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012. 974 s. ISBN 9781118011522.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2020/21

V Brně dne 28.2.2021

L. S.

---

doc. Ing. Mgr. Karel Brychta, Ph.D.  
ředitel

---

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce je zaměřena na určení hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s. k datu 31. 12. 2019. Pro stanovení hodnoty bude použita metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity. Teoretická část obsahuje popis všech analýz a metod, které jsou v analytické části použity. V praktické části je zpracována strategická analýza podniku, dále pak finanční plán podniku, určení nákladů kapitálu a samotné stanovení hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků.

## **Abstract**

The diploma thesis is focused on determining the value of the company HARTMANN - RICO a.s. as of 1 January 2020. The discounted cash flow method in the entity variant will be used to determine the value. The theoretical part contains a description of all analyzes and methods that are used in the analytical part. The practical part deals with the strategic analysis of the company, then the financial plan of the company, the determination of the cost of capital and the determination of the value of the company by the method of discounted cash flows.

## **Klíčová slova**

Hodnota podniku, strategická analýza, ocenění podniku, generátory hodnoty, finanční plán, diskontní míra, metoda diskontovaného peněžního toku

## **Key words**

Business value, strategic analysis, valuation of the firm, value drivers, financial plan, discount rate, method of discounted cash flow

### **Bibliografická citace**

VARGOVÁ, Natálie. *Určování hodnoty podniku* [online]. Brno, 2021 [cit. 2021-05-07]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/135169>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Mária Režňáková.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 7. května 2021

---

podpis studenta

## **Poděkování**

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucí diplomové práce paní prof. Ing. Márii Režňákové, Csc. za její odborné vedení, spolupráci a připomínky při vzniku této práci.

# OBSAH

ÚVOD .....	11
1 CÍLE PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ.....	12
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA URČOVÁNÍ HODNOTY PODNIKU .....	13
2.1 Úvod do problematiky oceňování podniku .....	13
2.2 Strategická analýza.....	15
2.2.1 SLEPTE analýza .....	15
2.2.2 Porterův pětifaktorový model.....	17
2.2.3 Interní analýza 7S.....	18
2.2.4 Finanční analýza.....	19
2.2.5 SWOT analýza .....	23
2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná.....	23
2.3.1 Provozně nepotřebná aktiva .....	24
2.3.2 Provozně nutný investovaný kapitál .....	24
2.3.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	25
2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	25
2.4.1 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	28
2.5 Finanční plán .....	29
2.6 Ocenění na základě analýzy výnosů.....	29
2.6.1 Metoda diskontovaného cash flow .....	30
2.6.2 Technika propočtu hodnoty podniku.....	31
2.6.3 Diskontní míra pro metodu DCF.....	33
3 STRATEGICKÁ ANALÝZA OCEŇOVANÉHO PODNIKU .....	35
3.1 Představení podniku .....	35
3.1.1 Výrobní činnost .....	37
3.2 Analýza vnějšího okolí.....	39
3.2.1 Sociální faktory .....	39
3.2.2 Legislativní faktory .....	40
3.2.3 Ekonomické faktory .....	42
3.2.4 Politické faktory .....	46
3.2.5 Technologické faktory.....	46
3.2.6 Ekologické faktory .....	47
3.3 Analýza oborového okolí .....	47



3.4	Analýza vnitřního prostředí.....	50
3.4.1	Interní analýza 7S.....	51
3.4.2	Finanční analýza.....	54
3.5	SWOT analýza .....	66
4	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	69
4.1	Rozdělení majetku na provozně potřebný a provozně nepotřebný .....	69
4.2	Prognóza tržeb .....	71
4.2.1	Vymezení relevantního trhu .....	71
4.2.2	Prognóza tržeb český trh .....	74
4.2.3	Prognóza tržeb export.....	78
4.3	Zisková marže .....	81
4.3.1	Zisková marže shora.....	81
4.3.2	Zisková marže zdola.....	82
4.4	Čistý pracovní kapitál.....	84
4.5	Dlouhodobý majetek a investice .....	86
4.5.1	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu .....	91
4.6	Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty.....	92
5	NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU .....	94
5.1	Finanční analýzy finančního plánu .....	98
6	NÁVRH STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU .....	100
6.1	Výpočet diskontní míry .....	100
6.1.1	Náklady na cizí kapitál .....	100
6.1.2	Náklady na vlastní kapitál .....	101
6.1.3	Průměrné vážené náklady na kapitál .....	102
6.2	Metoda DCF entity.....	103
6.2.1	Současná hodnota 1. fáze .....	103
6.2.2	Pokračující hodnota - současná hodnota 2. fáze .....	104
6.2.3	Závěrečné výnosové ocenění podniku metodou DCF entity.....	105
6.3	Změna vstupních parametrů .....	106
	ZÁVĚR.....	108
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ .....	110
	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ .....	115
	SEZNAM TABULEK.....	116
	SEZNAM GRAFŮ .....	119

SEZNAM OBRÁZKŮ .....	120
SEZNAM PŘÍLOH .....	121

# ÚVOD

Hodnota podniku je důležitá hlavně pro vlastníky daného podniku, ale i pro možné investory. Existuje více důvodů pro zpracování oceňování podniku, hlavní důvody jsou prodej či koupě podniku nebo strategické řízení. Výběr vhodné metody ocenění podniku se volí na základě účelu jeho zpracování. Tato diplomová práce je zaměřena na určování hodnoty podniku určité společnosti na základě metody diskontovaného cash flow.

V teoretické části jsou popsány všechny pojmy a analýzy, které jsou použity v následující praktické části. Jsou zde uvedeny potřebné vzorce a charakteristiky analýz. Nejprve jsou teoreticky vymezeny pojmy podnik a hodnota podniku, kategorie hodnoty podniku a metody oceňování podniku. Dále teoretická část popisuje strategickou analýzu a její nástroje, které jsou použity v analytické části práce. Teoretická část popisuje také použité ukazatele finanční analýzy. Dále se teoretická část zaměřuje na charakteristiku analýzy a prognózy generátorů hodnoty, předběžného ocenění a sestavení finančního plánu. Podkapitola Ocenění na základě analýzy výnosů se věnuje představení metody diskontovaného cash flow, kde jsou stručně popsány její tři možné varianty. Následně se teorie věnuje již podrobněji samotné metodě DCF entity, jelikož v analytické části bude pro stanovení hodnoty podniku použita právě tato metoda.

V praktické části jsou aplikovány načerpané poznatky z teoretické části. Praktická část je již zaměřena na samotné stanovení hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s. k datu 31.12.2019, kde výchozím obdobím byly roky 2014 až 2019. Pro určení hodnoty podniku je aplikována metoda diskontovaného cash flow.

# **1 CÍLE PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ**

Hlavním cílem diplomové práce je určení hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s. k datu 31. 12. 2019. Podnik bude oceněn za použití výnosové metody diskontovaného cash flow za účelem potřeb vlastníků podniku.

Pro správně provedené ocenění je třeba splnit několik dílčích cílů, mezi které patří sestavení strategické analýzy podniku, v rámci které bude zpracována, SLEPTE analýza, Porterův pětifaktorový model a model analýzy 7S. Pro analýzu finančního zdraví podniku bude sestavena také finanční analýza. Všechny uvedené analýzy budou shrnuté ve SWOT analýze, která vymezení silné a slabé stránky společnosti a její příležitosti a hrozby. Dále bude třeba stanovit relevantní trh, který bude vymezen zvlášť pro tuzemský trh a exportní. Dalším dílčím cílem bude provedení analýzy a prognózy generátorů hodnoty, tedy tržby, zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku. Na základě prognózy generátorů hodnoty bude dále sestaven finanční plán na roky 2020 až 2022 a předběžné ocenění podniku HARTMANN - RICO a.s. Pro výsledné stanovení hodnoty podniku metodou DCF, je nezbytné určit výši diskontní míry, který bude stanovena na úrovni nákladů na kapitál. Posledním krokem bude již samotné ocenění provedené prostřednictvím metody DCF entity. Závěrem bude zkoumán vliv na výslednou hodnotu podniku v případě změny některých vstupních parametrů.

## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA URČOVÁNÍ HODNOTY PODNIKU

Teoretická část diplomové práce je zaměřena na teoretické poznatky, které slouží jako podklad pro sestavení části praktické. Hlavní kapitoly teoretické části jsou strategická analýza, analýza a prognóza generátorů hodnoty, předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu a stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity.

### 2.1 Úvod do problematiky oceňování podniku

Jelikož předmětem ocenění diplomové práce bude podnik, je vhodné si nejprve vymezit jeho definici. V rámci oceňování podniku je nejvíce relevantní definice obsažena v občanském zákoníku, který namísto pojmu podnik používá pojem obchodní závod a definuje jej takto: „*Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ V rámci ocenění je tedy vhodné pojem podnik brát jako synonymum obchodního závodu. Při ocenění podniku je nezbytné brát na vědomí veškeré závazky, které podnik má, jelikož jsou bezprostřední součástí jeho podnikatelské činnosti. (Mařík, 2018, s. 17)

Podnik lze ocenit v dvou různých hladinách hodnoty, a to brutto a netto. Brutto hodnota představuje hodnotu podniku jako celku, která má vypovídající hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. Hodnotou netto se rozumí hodnota podniku pro vlastníky, jedná se tedy o vyjádření hodnoty kapitálu, který byl do podniku vložen jeho vlastníky. (Mařík, 2018, s. 19)

Na začátku ocenění je třeba definovat, jaká hodnota podniku bude zjišťována. Hodnota podniku se dá rozdělit podle konkrétních kategorií, kterými jsou: tržní hodnota, spravedlivá hodnota, investiční (subjektivní) hodnota, kolínská škola. (Mařík, 2018, s. 25)

- Mezinárodní valuační standardy definují tržní hodnotu následovně: „*Tržní hodnota (Market Value) je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery pro náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.* (International valuation standards 2020, str. 18, kapitola IVS-Defined Basis of Value - Market Value, odst. 30.1.) Tržní hodnotou podniku je tedy cena, kterou je ochoten běžný kupující na trhu zaplatit.

- Spravedlivá hodnota podniku je odhad ceny, která je považována mezi dvěma určitými stranami za spravedlivou, při zohlednění všech výhod, popřípadě nevýhod, které mohou plynout těmto zúčastněným stranám. (Mařík. 2018, s. 33)
- Investiční (subjektivní) hodnota říká, jaká je hodnota podniku z hlediska konkrétního kupujícího. Na její výši má vliv subjektivní názor investora a jeho individuální očekávání. Budoucí cash flow se u investiční hodnoty odhaduje podle představ manažerů hodnoceného podniku a diskontní míra se určuje podle alternativních variant investic subjektu, z jehož hlediska je podnik oceňován. (Mařík, 2018, s 34)
- Pojem objektizovaná hodnota začali používat již před lety odhadci v německy mluvících zemích v souvislosti se shodou, že ve své podstatě neexistuje objektivní hodnota. (Mařík, 2018, s. 35) Německé oceňovací standardy definují objektizovanou hodnotu následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (IDW Standard S1 2008 str. 9, odst. 29 a další)
- Kolínská škola je založena na předpokladu, že ocenění netřeba upravovat v souvislosti s jednotlivými podněty, ale že by mělo být modifikováno v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro své uživatele. Kolínská škola rozlišuje několik obecných funkcí oceňování, a to poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. (Mařík, 2018, s. 38)

V rámci oceňování podniku existuje několik metod oceňování podniku, které lze rozčlenit do tří skupin, a to metody výnosové, tržní a majetkové. Výčet základních metod oceňování podniku je následující:

#### Výnosové metody

- Metoda diskontovaných peněžních toků
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty
- Kombinované výnosové metody

#### Tržní metody

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků

- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

#### Majetkové metody

- Určení hodnoty vlastního kapitálu na principu historických cen
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot
- Substituční hodnota na principu nákladů znovupořízení
- Substituční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota (Mařík, 2018, s. 45)

V diplomové práci bude použita výnosová metoda diskontovaných peněžních toků.

## 2.2 Strategická analýza

Strategická analýza je nezbytným východiskem pro stanovení hodnoty podniku. Jejím základním úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který závisí na vnějším a vnitřním potenciálu.

- Vnější potenciál – představuje příležitosti a hrozby, které podniku přináší jeho vnější okolí (trh) ve kterém působí. Hlavním nástrojem je SLEPTE analýza.
- Vnitřní potenciál – vymezuje silné a slabé stránky podniku, v rámci vnitřního potenciálu se určuje konkurenční výhoda podniku. Možnými nástroji analýzy vnitřního potenciálu je interní analýza 7S a Porterův pětifaktorový model. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 13)

Analýza okolí společnosti je zaměřena na faktory, které působí v prostředí podniku a mají vliv na jeho strategické postavení. Orientuje se na vlivy trendů dílčích složek makrookolí a mikrookolí a na jejich vzájemné souvislosti. Analýza okolí společnosti by měla být zpracována v širokém rozsahu, jelikož význam světového rozvoje výrazně vzrostl a události odehrávající se v jiných zemích se mohou odrážet ve výsledcích jakéhokoliv podniku. (Sedláčková, 2006, s. 13)

### 2.2.1 SLEPTE analýza

Analýza SLEPTE je metoda používaná pro zpracování analýzy vnějšího okolí podniku, která se zaměřuje na budoucí vývoj vnějších faktorů ovlivňujících podnik. Jedná se o zkoumání

vývojových trendů představujících příležitost nebo hrozbu podniku. Předmětem vnější analýzy bývá obecně označován trh zboží a služeb, na kterém podnik působí, někdy je třeba prozkoumat i vývoj trhů výrobních zdrojů. (Keřkovský, Novák, 2015, s. 94)

Za obecný postup SLEPTE analýzy je považováno:

- identifikace vývojových trendů vnějšího prostředí,
  - analýza minulého vývoje a přítomného stavu,
  - prognóza budoucího vývoje trendů a určení, zda jde o příležitosti nebo naopak hrozby.
- (Keřkovský, Novák, 2015, s. 97)

### **Sociální faktory**

Z hlediska sociálních faktorů jsou nejčastěji zkoumány vlivy, jako jsou například velikost populace a její věková struktura, vývoj životní úrovně obyvatel, míra nezaměstnanosti, počet mladých osob, které upřednostňují kariéru před založením rodiny apod. (Keřkovský, Novák, 2015, s. 100)

### **Právní faktory**

Sestavování analýzy legislativních vlivů by se měl účastnit specialista. Tato analýza zkoumá právní normy týkající se daného podniku a jejich vývoj v budoucnu, a následně hodnotí, zda v případě uskutečnění změn v rámci těchto právních norem přináší podniku příležitosti, nebo hrozby. (Machkovská, 2015, s. 28)

### **Ekonomické faktory**

Finanční situace podniku je v první řadě ovlivňována současným i budoucím stavem ekonomiky země. Proto při prognóze vývoje ekonomických faktorů je dobré se řídit magickým čtyřúhelníkem tvořeným hrubým domácím produktem, inflací, nezaměstnaností a vnější rovnováhou. (Machkovská, 2015, s. 28)

### **Politické faktory**

Když podnik nastavuje svoji finanční strategii, je nezbytné, aby zmapoval i politické vlivy, které ho mohou jistým způsobem ovlivnit. Analýza politických faktorů by měla být provedena



se zaměřením na trhy, na nichž podnik působí, popřípadě na státy, s nimiž podnik obchoduje. Někdy je potřeba uvažovat i celkové geopolitické souvislosti. (Machkovská, 2015, s. 28)

### **Technologické faktory**

V rámci formulace finanční strategie podniku se předpovědi technologického vývoje považují za významné. Vzhledem k tomu, že predikce odborníků nejsou vždy správné, je nezbytné k nim přistupovat opatrně. (Machkovská, 2015, s. 35)

### **Ekologické faktory**

Analýzu okolí podniku je zapotřebí zkoumat i z ekologického hlediska. Podniky by měly jednat v souladu s podmínkami týkajícími se životního prostředí, jež se musejí dodržovat na základě konkrétních oblastí, ve kterých podniky působí. Řadí se sem například ochrana životního prostředí, změna klimatických podmínek, nakládání s odpady a jiné. (Mallya, 2007, s. 48)

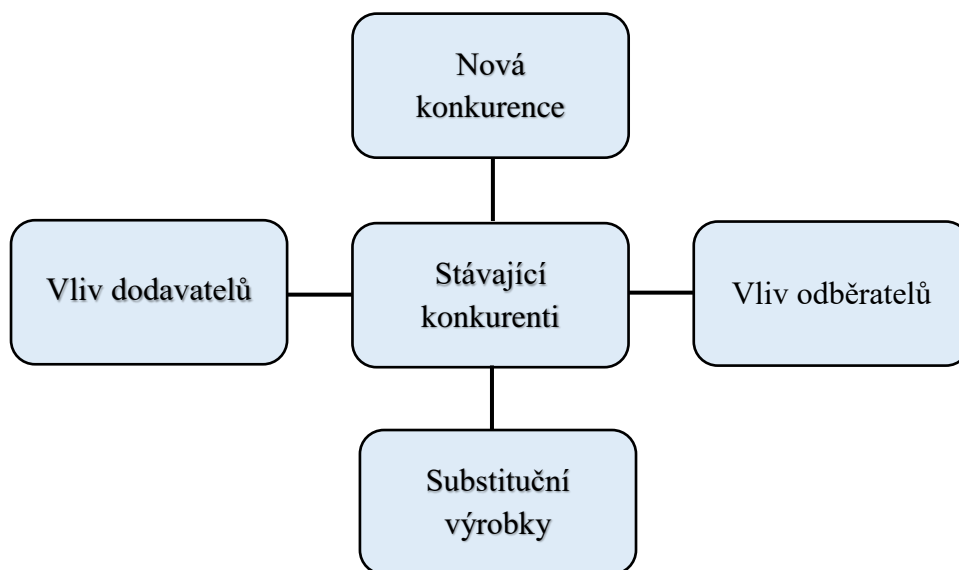
#### **2.2.2 Porterův pětifaktorový model**

Porterův pětifaktorový model je jednou z používaných metod pro analýzu oborového prostředí podniku. Autorem modelu je Michael E. Porter, dle kterého se analyzuje odvětví společně s jeho riziky na základě pěti faktorů. Hlavní myšlenkou Porterova pětifaktorového modelu je analýza konkurenčního prostředí konkrétního odvětví na základě odhadu, jak se budou chovat a jak budou jednat subjekty a objekty, které se na daném trhu pohybují a odhadnutí rizika, které danému podniku mohou hrozit. (Managementmania)

Mezi pět faktorů Porterova modelu patří:

- stávající konkurenti - mohou mít vliv na množství a cenu nabízených výrobků a služeb,
- nová konkurence - je zde možnost, že příchod potenciální konkurence může ovlivnit cenu a množství výrobků nebo služeb,
- vliv dodavatelů - mohou mít významný vliv na ceny vstupů a změnu nabízeného množství,
- vliv odběratelů - mohou mít významný vliv na ceny vstupů a změnu poptávaného množství,

- substituční výrobky - mohou nahradit daný výrobek nebo službu, a tím ovlivnit jejich cenu nebo nabízené množství. (Managementmania)



Obrázek 1: Porterův model pěti sil (Zdroj: Tomek, 2011, s. 71)

### 2.2.3 Interní analýza 7S

Interní analýzu modelu 7S, která se skládá ze sedmi faktorů začínajících písmenem S, vyvinula konzultační společnost McKinsey. Cílem modelu je analyzovat podnik na základě následujících faktorů:

**Strategie** - popisuje způsob, kterým podnik dosahuje svých stanovených cílů, a jeho chování v případě příchodu příležitosti nebo hrozby. (Mallya, 2007, s. 74)

**Systémy** - postupy, které jsou používány k řízení každodenních procesů a činností podniku, kterými jsou například manažerské informační systémy, komunikační systémy, kontrolní a inovační systémy a další. (Mallya, 2007, s. 74)

**Struktura** - hierarchické uspořádání vztahů v podniku založené na podřízenosti a nadřízenosti, sdílení informací a kontrolách. Udává vzájemné kompetence a odpovědnost. (Mallya, 2007, s. 74)

**Spolupracovníci** - faktor zahrnující vzdělávání a rozvoj zaměstnanců, jejich vzájemné vztahy, motivaci při práci, funkci v podniku, a jejich chování vůči podniku. (Mallya, 2007, s. 74)

**Styl vedení** - forma, jakou management podniku používá k jeho vedení, popisuje, zda je aplikován formální nebo neformální styl vedení. (Mallya, 2007, s. 75)

Schopnosti - popisuje dovednosti a vědomosti, kterými podnik disponuje, tedy způsobilost a profesionalitu jednotlivých pracovníků a efektivitu organizace práce. (Mallya, 2007, s. 74)

Sdílené hodnoty - jedná se o zásady a principy, které jsou v podniku zavedené a dodržované, patří sem například firemní kultura podniku. (Mallya, 2007, s. 75)

#### **2.2.4 Finanční analýza**

Finanční analýzu lze označit za nástroj, který má za úkol zhodnotit finanční situaci podniku. Vytváří se především v rámci finančního nebo investičního rozhodování. (Vochozka, 2011, s. 204)

Finanční analýza poskytuje informace podniku o jeho finančním zdraví, a poukazuje na skutečnosti, dle kterých si může podnik upravit svoji strategii. Při jejím sestavení je klíčový vhodný výběr metod ukazatelů, které budou aplikovány. Zdroj dat, na základě kterých je finanční analýza sestavena, jsou účetní výkazy. (Kislingerová, 2008, s. 1)

#### **Metody absolutních ukazatelů**

Mezi metody absolutních ukazatelů patří horizontální a vertikální analýza. Horizontální analýza vyjadřuje změny jednotlivých položek v čase v absolutním a relativním (procentní) vyjádření. Název horizontální analýza je odvozena od způsobu jejího sestavení, to znamená, že změny jednotlivých položek jsou zjišťovány horizontálně. Zdrojem informací horizontální analýzy je rozvaha a výkaz zisku a ztrát. (Sedláček, 2011, s. 13)

Vertikální analýza se zakládá na rozboru jednotlivých položek účetních výkazů a na sledování struktury rozvahy a výkazu zisku a ztrát, která podává informace o tom, jakým majetkem podnik disponuje a z čeho byl tento majetek financován. Název vertikální analýza je odvozen od postupu jejího sestavení, kdy jsou položky analyzovány svisle v jednotlivých letech. Při sestavování vertikální analýzy jsou základem procentního rozboru velmi často u rozvahy celková aktiva a celková pasiva a u výsledovky celkové tržby. (Sedláček, 2011, s. 17, Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 68)

## Metody poměrových ukazatelů

Metody poměrových ukazatelů jsou nejčastěji používanou metodou finanční analýzy pro zhodnocení finančního zdraví podniku. Při sestavení finanční analýzy jsou nejčastěji používané ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti a řízení aktiv. (Růčková, 2015, s. 47)

### Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity zjišťují, zda je podnik schopný hradit své závazky. Vypovídají o tom, jestli podnik dokáže přeměnit svůj majetek na peníze a následně s nimi dostat svých závazků včas ve správné výši. Ukazatele likvidity mají tři stupně, kterými jsou běžná, pohotová a okamžitá likvidity. (Synek, 2011, s. 354)

Výpočet ukazatele běžné likvidity se provádí jako oběžná aktiva dělená krátkodobými závazky. Výsledkem ukazatele běžné likvidity je informace o tom, kolikrát lze oběžná aktiva použít na zaplacení krátkodobých závazků. Položka krátkodobé závazky zahrnuje všechny závazky, které mají splatnost maximálně do roka. Obecně je doporučováno, že by výsledné hodnoty měly dosahovat výše 1,5 až 2,5. Čím je hodnota vyšší, tím se snižuje riziko neuhrazení závazků, které by bylo způsobeno tím, že podniku nebyly včas zaplaceny pohledávky od zákazníků, nebo nedošlo k prodeji dostatečného množství výrobků podniku. Zároveň je však třeba upozornit na to, že nadměrně vysoká hodnota oběžných aktiv snižuje rentabilitu firmy. (Synek, 2011, s. 354)

Ukazatel pohotové likvidity se vypočítá jako podíl součtu peněžních prostředků a krátkodobých pohledávek vůči krátkodobým závazkům. Obecná doporučená hodnota, jakou by měl ukazatel pohotové likvidity dosahovat je 1 až 1,5, zároveň hodnoty nižší než 1, je považována jako kritická. (Synek, 2011, s. 359, Scholleová, 2012, s. 177)

Ukazatel okamžité likvidity se zjistí, jako podíl peněžních prostředků vůči krátkodobým závazkům. Obecně jsou doporučovány výsledné hodnoty v intervalu 0,2 až 0,5. Příliš vysoké hodnoty značí neefektivní nakládání s peněžními prostředky podniku. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 92)

### Ukazatele zadluženosti

Ukazatele poukazují na to, jaký je vztah mezi cizím a vlastním kapitálem a zjišťují jaká část majetku je hrazena z vlastních zdrojů a jaká z cizích. Ukazatele zadluženosti jsou důležitým nástrojem hlavně pro investory a věřitele. Investoři na základě těchto ukazatelů zhodnocují, zda je pro ně dobré do podniku investovat své peníze. Věřitelé díky ukazatelům zadluženosti

zjišťují, jaká je pravděpodobnost, že podnik závazek splatí. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 92, Suchánek, 2010, s. 35)

Za základní ukazatel zadluženosti lze označit celkovou zadluženost, která je často nazýván ukazatel věřitelského rizika a vypočítá se jako podíl celkového dluhu a celkových aktiv. Obecně je doporučeno, aby cizí zdroje podniku tvořily přibližně 30 až 60 % celkového kapitálu. Rostoucí trend ukazatele zadluženosti značí pro věřitele možné riziko s problémem úhrady závazku. V případě, že podnik neuhradí své závazky, může věřitel přijít o svoji vloženou investici. (Suchánek, 2010, s. 35, Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 85)

Ukazatel úrokové krytí poskytuje informaci o tom, kolikrát zisk převyšuje nákladové úroky. Tento ukazatel je významný v případě, kdy podnik používá ke svému financování cizí úročené zdroje. Výsledná hodnota rovnající se 1 říká, že výsledek hospodaření podniku dosahuje dostatečné výše, aby pokryl placené úroky, ale už nezůstane žádný čistý zisk vlastníkům, ani na platbu daně pro stát. Z toho důvodu není výsledná hodnota ukazatele úrokového krytí ve výši 1 dostačující, ale obecně za ideální hodnoty se označuje úrokové krytí vyšší jak 5. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 89)

#### Ukazatele rentability

Mají za úkol zhodnotit výnosnost investovaného kapitálu. Výpočet se provádí jako poměr zisku s položkami, jejichž rentabilita je měřena. Ukazatele rentability měří, zda je podnik schopen zajistit zisk při investování daného kapitálu a měří výši tohoto zisku, na základě které přerozděluje kapitál. (Růčková, 2015, s. 100)

Ukazatel rentability aktiv měří ziskovost, které podnik dosahuje svými celkovými aktivy, bez ohledu na povahu jejich zdroje financování. Z obecného hlediska je doporučeno, aby výsledné hodnoty podniku vykazovaly vyšší hodnoty jak 10 %. (Sedláček, 2011, s. 57, Jindřichovská, 2013, s. 218)

Ukazatel rentability vlastního kapitálu popisuje ziskovost, kterou přináší vlastní kapitál, jež podnik investoval. Tento ukazatel sledují především akcionáři, společníci a ostatní investoři, aby byli informováni o ziskovosti jejich vloženého kapitálu do podniku. Hodnota rentability vlastního kapitálu by se měla nacházet na ve výši dlouhodobých vkladů a dlouhodobých úrokových měř. (Fotr, Souček, 2011, s. 69)

Ukazatel rentability tržeb podává informace o tom, jaký zisk podniku plyne z tržeb. Poskytuje údaje o tom, zda podnik nakládá se svými prostředky tak, aby byla vytvořena hodnota podniku

značící na trhu úspěch. Ideální obecné výsledné hodnoty by měli převyšovat 6 %. (Sedláček, 2011, s. 56)

#### Ukazatele řízení aktiv

Popisují, jak efektivně podnik zachází se svými aktivy, jelikož v případě, kdy má podnik více aktiv, než je potřeba, jsou tvořeny nadbytečné náklady. Naopak nízké množství aktiv představuje pro podnik možnou ztrátu tržeb, kterých mohlo být dosaženo, kdyby bylo s aktivy zacházeno lépe. (Synek, 2011, s. 355)

Ukazatel obratu celkových aktiv udává počet obrátek aktiv celkem za dané období. Nižší výsledné hodnoty ukazatele poukazují na nedostatečnou podnikatelskou aktivitu. Doporučená hodnota na obecné úrovni je vyšší než 1, přičemž je udáváno, že čím vyšší obrat celkových aktiv, tím lépe pro podnik. (Synek, 2011, s. 357, Knápková, 2013, s. 105)

Ukazatel obratu zásob popisuje, kolikrát byly zásoby podniku prodány a následně naskladněny za určité období. Vyšší počet obrátek může přinést vyšší hodnotu zisku. (Synek, 2011, s. 355)

Ukazatel doby obratu zásob udává počet dnů, během kterého jsou naskladněny zásoby a následně spotřebovány, popřípadě prodány. Pro výpočet je aplikován ekonomický rok, u kterého se předpokládá, že jeden rok má celkem 360 dní. Za dobré pro podnik je označováno, když dochází k růstu ukazatele obratu zásob a k poklesu ukazatele doby obratu zásob. (Scholleová, 2012, s. 179)

Ukazatel doby obratu pohledávek podává informaci o tom, jaká uplyne doba od vydání faktury odběrateli a její úhrady. V momentě kdy zákazník převezme produkt a podnik čeká na zaplacení pohledávky, je poskytnut obchodní úvěr. Ukazatel doby obratu pohledávek poukazují na platební morálku odběratele a na jeho postavení k závazkům. Doba obratu pohledávek by neměla být vyšší, než doba splatnosti faktur. (Landa, 2006, s. 300. Scholleová, 2012, s. 179)

Ukazatel doby obratu závazků popisuje, jak dlouho trvá, než podnik zaplatí své závazky dodavatelům, přičemž během této doby poskytuje dodavatel podniku obchodní úvěr. Výsledné doba říká, jakou má podnik platební morálku vůči svým dodavatelům a jak přistupuje ke svým závazkům. Při porovnání doby obratu zásob s dobou obratu pohledávek lze spatřit důvod nedostatku, nebo přebytku finančních prostředků podniku. Obecně se doporučuje, aby doba obratu závazků byla vyšší, než celková suma doby obratu zásob a doby obratu pohledávek. (Suchánek, 2010, s. 33, Knápková, Pavelková, Šteker, s. 94)

### **2.2.5 SWOT analýza**

SWOT analýza má za úkol odhalit silné stránky podniku, slabé stránky podniku, možné příležitosti a přicházející hrozby plynoucí z vnitřního a vnějšího okolí podniku. SWOT analýza shrnuje faktory makroprostředí a mikroprostředí působící na podnik do čtyř kvadrantů. (Keřkovský, Novák, 2015, s. 130)

SWOT analýza obsahuje interní a externí analýzy. V rámci interní analýzy je potřeba identifikovat silné a slabé stránky podniku a následně díky získaným poznatkům vyzdvihnout přednosti podniku a nastavit vhodná opatření k zamezení nedostatkům omezující podnik. Externí analýza zahrnuje příležitosti a hrozby, které plynou z vnějšího prostředí, kde podnik působí, může se jednat o národní i mezinárodní trh. SWOT analýza by měla být provedena z pohledu veškerých funkcí podniku. (TOMEK, 2011, s. 83)

SWOT analýza se skládá ze čtyř kvadrantů:

- silné stránky - jedná se o interní faktory, které přináší výhody podniku i zákazníkům,
- slabé stránky - představují nedostatky které podnik má a věci ve kterých jsou ostatní podniky lepší,
- příležitosti - faktory, které mohou pro podnik znamenat úspěch,
- hrozby - riziko, které podniku hrozí, pokud nedojde k včasnému zásahu. (Jakubíková, 2008, s. 103)

### **2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná**

V případě stanovení hodnoty podniku se předpokládá, že podnik vznikl za účelem konkrétní podnikatelské aktivity. Pokud má však podnik širší podnikatelské zaměření, ocenění by mělo být provedeno pro každou podnikatelskou činnost zvlášť a následně by mělo být provedeno ocenění jako spojení těchto činností. Pro ocenění podniku je třeba vybrat pouze ty aktiva, která jsou považována za provozně nutná. Majetek, který nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností, se nazývá majetek provozně nepotřebný. V rámci členění majetku na provozně potřebný a nepotřebný je nezbytné vyčlenit náklady a výnosy související s majetkem provozně nepotřebným. Hlavní důvod členění aktiv je, aby při výsledném ocenění podniku nenastalo jeho podhodnocení nebo nadhodnocení. (Mařík, 2018, s. 141)

### **2.3.1 Provozně nepotřebná aktiva**

Položkami řazenými nejčastěji mezi provozně nepotřebná aktiva jsou krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek, peněžní prostředky a ostatní provozně nepotřebná aktiva. (Mařík, 2018, s. 143)

#### **Krátkodobý finanční majetek**

Zde se jedná především o majetkové a dluhové cenné papíry určené k obchodování, dluhové cenné papíry, které mají splatnost do jednoho roku a další realizovatelné cenné papíry. (Mařík, 2018, s. 143)

#### **Dlouhodobý finanční majetek**

U dlouhodobého finančního majetku hraje významnou roli účel finančních investic. V případě, kdy mají investice pouze portfoliový charakter, což znamená, že jejich účelem je pouze uložení peněz a neexistuje tak přímá vazba k hlavní podnikatelské aktivitě podniku, mělo by dojít k vyčlenění tohoto dlouhodobého finančního majetku z provozně nutného majetku. Naopak ponechat v provozně nutných aktivech by se měl majetek, u kterého finanční investice souvisí s hlavní podnikatelskou činností podniku. (Mařík, 2018, s. 145)

#### **Peněžní prostředky**

Každý podnik by měl udržovat své peněžní prostředky minimálně v nezbytné výši, aby zajistil bezproblémový chod své podnikatelské činnosti. Jedná se o peněžní prostředky na bankovních účtech a peněžní prostředky v pokladně. (Mařík, 2018, s. 144)

#### **Ostatní provozně nepotřebná aktiva**

Další neprovozní majetek mohou být například pohledávky bez vazby na základní podnikatelskou aktivitu, nemovitosti, které nejsou určeny k hlavní podnikatelské činnosti, nedobytné pohledávky, nepotřebné zásoby a další. (Mařík, 2018, s. 145)

### **2.3.2 Provozně nutný investovaný kapitál**

Po vyčlenění neprovozního majetku je dalším krokem zjištění výše investovaného kapitálu do provozně potřebného majetku. Jedná se o velmi důležitý krok pro další výpočet v rámci ocenění



podniku. Výpočet se skládá ze dvou částí, v první jsou vyřazeny z aktiv ty položky, které byly označeny za neprovozní majetek, v druhém kroku jsou snížena oběžná aktiva o závazky, u kterých nelze explicitně zjistit výši jejich nákladů, jako jsou například úroky. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu se vypočítá jako celková suma provozně nutného upraveného pracovního kapitálu a provozně nutných dlouhodobých aktiv. (Mařík, 2018, s. 146)

### **2.3.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

V případě, kdy došlo k vyčlenění nějakého neprovozního majetku, mělo by být prozkoumáno, zda z těchto aktiv plynou nějaké výnosy, nebo zda z nich vznikly nějaké náklady. V případě, že tomu tak bude, je třeba tyto položky vyčlenit z výsledku hospodaření, jako východisko pro vyloučení se nejčastěji používá provozní výsledek hospodaření. Za typické položky, které je třeba vyloučit z provozního výsledku hospodaření, jsou tržby z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, odpisy staveb nebo hmotných movitých věcí, které nejsou spojeny se základní podnikatelskou činností, neprovozní mimořádné výnosy nebo náklady a další. (Mařík, 2018, 146)

## **2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

Generátory hodnoty jsou souborem podnikohospodářských veličin, které mohou společně vypovídat o hodnotě podniku. Generátory hodnoty se většinou odvozují od konkrétní použité metody stanovení hodnoty podniku, přičemž se nejčastěji používá metoda diskontovaného cash flow. Pomocí generátorů hodnoty se zjišťuje, jestli podnik vytváří hodnotou a jaké zde působí faktory. Sestavení analýzy a prognózy generátorů hodnoty představuje základní východisko pro tvorbu finančního plánu, především plánu volného cash flow. Mezi hlavní generátory hodnoty patří tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. (Mařík, 2018, s. 149)

### **Tržby a jejich růst**

Prognóza tržeb by měla vycházet ze strategické analýzy. Výsledky strategické analýzy však nemusejí být konečné, protože odpovídají na to, kolik by se mohlo prodat při předpokládaném vývoji trhu. Tato prognóza však může být omezena kapacitními možnostmi společnosti, jelikož podnik není vždy schopen vše prodat.

## Provozní zisková marže

Provozní zisková marže se vypočítá jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření vůči celkovým tržbám. Za přijatelný postup je považováno provést výpočet provozní ziskové marže s použitím korigovaného výsledku hospodaření před zdaněním a před odečtením odpisů. Odpisy je totiž vhodnější prognózovat až ve čtvrtém generátoru hodnoty, kterým jsou investice do dlouhodobého majetku. (Mařík, 2018, s. 151)

$$\text{Provozní zisková marže před daní a před odpisy} = \frac{\text{KPVH před daní a před odpisy}}{\text{Tržby}}$$

Vzorec 1: Provozní zisková marže před daní a před odpisy. (Mařík, 2018, s. 151)

Za nejvhodnější se považuje zpracovat výpočet prognózy ziskové marže dvěma způsoby, a to způsobem shora a zdola a následně tyto dvě prognózy mezi sebou sladit.

### Prognóza ziskové marže shora

Metoda shora je považována za základní přístup prognózy ziskové marže. Výhodiskem je vývoj ziskové marže v minulosti a odůvodněný předpokládáný vývoj do budoucna. Obecný postup je následující:

- výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daní za minulé roky,
  - výpočet ziskové marže za minulost,
  - analýza vývoje ziskové marže v minulosti, stanovení faktorů ovlivňujících ziskovou marži a prognóza vlivu těchto faktorů v budoucnu,
  - prognóza budoucí ziskové marže,
  - výpočet budoucího korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daní.
- (Mařík, 2018, s. 152)

### Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza ziskové marže zdola se provádí v následujících krocích:

- prognóza základních nákladových položek (výkonová spotřeba, osobní náklady, náklady na prodané zboží), případně může být použita prognóza na základě podílu na tržbách,
- prognóza ostatních nákladových a výnosových položek,

- výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření odečtením provozních nákladů od provozních výnosů,
- výpočet ziskové marže.

Následně jsou známy hodnoty dvou ziskových marží, které se s velkou pravděpodobností v první řadě budou lišit. Proto jsou následně prováděny opravy, dokud nebudou vycházet obě prognózy ve stejné výši. (Mařík, 2018, s. 153)

### **Čistý pracovní kapitál**

Dalším důležitým generátorem hodnoty pro ocenění podniku je pracovní kapitál upravený oproti běžnému tvaru využívanému ve finanční analýze. Upravený pracovní kapitál bude oproti běžnému tvaru obsahovat dvě modifikace, první spočívá v tom, že od oběžných aktiv jsou odečteny pouze neúročené cizí zdroje, nikoliv celé krátkodobé cizí zdroje. Upravený pracovní kapitál se tak vypočítá následovně:

peněžní prostředky

+ pohledávky

+ zásoby

- neúročené závazky

+ časové rozlišení aktiv

- časové rozlišení pasiv

= pracovní kapitál. (Mařík, 2018, s. 157)

Druhá modifikace je založena na tom, že všechny uvedené veličiny jsou započítané pouze v provozně nutné výši. Upravený pracovní kapitál bude použit jako nástroj pro tvorbu finančního plánu. (Mařík, 2018, s. 157)

### **Investice do dlouhodobého majetku**

Plánování investic do dlouhodobého majetku je považováno za velmi obtížnou část analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Existují tři přístupy jak naplánovat investiční náročnost:

- Globální přístup
  - při použití globálního přístupu se sleduje vývoj investiční náročnosti v minulých letech, analyzují se důvody tohoto vývoje a následně se stanovuje prognóza budoucího vývoje.
- Přístup podle hlavních položek

- u tohoto přístupu jsou východiskem konkrétní podnikové investiční plány, ve kterých jsou zahrnuty konkrétní projekty.
- Přístup založený na odpisech
  - Předpokladem tohoto přístupu je, že odpisy by neměly být vyšší, než investice, které je potřeba provádět pro udržení životnosti podniku a jeho růst. Tento přístup nelze použít pro stanovení optimální výše investic do provozně potřebných dlouhodobých aktiv, z toho důvodu je doporučováno použít přístup založený na odpisech pouze v kombinaci s některým z předchozích přístupů. (Mařík, 2018, s. 163).

Investice do dlouhodobého majetku lze rozčlenit na dvě části, a to na netto investice a odpisy. Záporné netto investice značí, že investice nepřevyšují roční odpisy v daném roce. Investice do dlouhodobého majetku se vypočítají na základě následujících vzorců:

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

, kde

$I_{netto\ t}, I_{brutto\ t}$  = investice do provozně potřebného investovaného kapitálu v roce t,

$K_t$  = provozně potřebný investovaný kapitál na konci roku t,

$O_t$  = odpisy v roce t. (Mařík, 2018, s. 204)

#### 2.4.1 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Po provedení analýzy a prognózy generátorů hodnoty lze provést předběžné ocenění podniku, které se sestavuje na základě peněžních toků. Výši volných peněžních toků lze zjistit tak, že se odečte přírůstek pracovního kapitálu a přírůstek dlouhodobého majetku od korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění. Vzorec pro výpočet volných peněžních toků pro jednotlivé roky je následující:

$$FCF_t = X_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZPx} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (k_{wc} + k_{DMn})$$

, kde

X – velikost tržeb plynoucích ze zboží a z vlastních výrobků,

$r_{ZPx}$  – provozní zisková marže propočtena z KPVH,

$k_{WC}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,

$k_{DMn}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

$g$  – tempo růstu tržeb,

$d$  – sazba daně z KPVH,

$t$  – rok. (Mařík, 2018, s. 173)

Pro předběžné ocenění hodnoty podniku se následně použije vzorec:

$$H_b = \frac{X_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZPx} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

$i_k$  – úroková míra předběžně odhadnuta. (Mařík, 2018, s. 173)

## 2.5 Finanční plán

V případě, kdy je pro ocenění podniku použita výnosová metoda, mělo by její součástí být sestavení finančního plánu. Finanční plán by měl obsahovat plán výkazu zisku a ztrát, plán rozvahy a plán peněžních toků. Pokud je finanční plán sestavován za účelem ocenění podniku, je třeba brát na zřetel podnikový plán, který vychází ze strategie podniku. (Mařík, 2018, s. 175)

Stěžejním východiskem pro sestavení finančního plánu jsou generátory hodnoty prognózované v předchozí části. Jedná se o tržby z prodeje produktů, zisková marže a provozní zisk, plán zásob, plán pohledávek a plán závazků, prognóza investic do dlouhodobého majetku nezbytných pro hlavní provoz podniku. (Mařík, 2018, s. 175)

Výše zmíněné generátory hodnoty jsou následně doplněny o plán financování, plán méně významných nákladových a výnosových položek, plán položek nesouvisejících s hlavní činností podniku, plán předpokládaných výplat dividend a podílu na zisku a formální dopočty veškerých položek, které je třeba vypočítat pro vytvoření kompletního finančního plánu. (Mařík, 2018, s. 175)

## 2.6 Ocenění na základě analýzy výnosů

Ocenění na základě analýzy výnosů je založeno na předpokladu, že hodnota hospodářského statku je stanovena očekávaným výnosem pro jeho držitele. Za očekávané výnosy je vhodné považovat peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku. Avšak výnosy z oceňovaného statku

lze chápat i jinými způsoby, z toho důvodu existuje více výnosových metod ocenění podniku. (Mařík b., 2011, s. 163, Marek, 2009, s. 526)

### 2.6.1 Metoda diskontovaného cash flow

Tato metoda je označována jako základní výnosová metoda. Peněžní toky vyjadřují z teoretického hlediska přesnou definici hodnoty, jelikož jsou skutečným příjmem. Metodu diskontovaných peněžních toků lze rozčlenit do tří možných variant výpočtu, jejichž účelem je stanovit hodnotu vlastního kapitálu. Každá metoda obsahuje odlišný postup jak dojít k výslednému ocenění, nicméně výsledná hodnota podniku by měla vycházet ve všech třech technikách postupu stejně. Níže bude teoreticky popsána metoda DCF entity, jelikož v praktické části bude podnik oceněn na základě této metody. (Mařík, 2018, s. 193)

#### Metoda DCF entity

Metoda DCF entity se skládá ze dvou kroků. V prvním kroku se vychází z diskontování peněžních toků, které mají k dispozici vlastníci i věřitelé, čímž se získá hodnota podniku jako celku, tedy brutto hodnota. Druhý krok obsahuje rozdíl zjištěné brutto hodnoty z prvního kroku a cizích zdrojů ve výši jaká byla ke dni ocenění, výsledkem bude hodnota vlastního kapitálu, tedy netto hodnota. (Mařík, 2018, s. 193)

Pro účely ocenění podniku metodou DCF entity je třeba vymezit peníze, které mohou být vzaty z podniku bez narušení očekávaného vývoje podniku. Jedná se o provedení úprav, pomocí kterých se vyjádří volné peněžní toky (FCF). Postup výpočtu volného peněžního toku je následující:

**Tabulka 1: Volné cash flow**

+ KPVH před daní
– Upravená daň z příjmů
= KPVH po daní
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním výsledku hospodaření
= Předběžný provozní tok z provozní činnosti
– Investice do provozně nutného upraveného pracovního kapitálu
– Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
= <b>Volné cash flow (FCF)</b>

(Zdroj: Mařík, 2018, s. 199)

Východisko metody DCF entity jsou volné peněžní toky, které mají k dispozici vlastníci i věřitelé. Z toho důvodu je u této metody používán pojem peněžní toky plynoucí do firmy (FCFF). (Mařík, 2018, s. 199)

Pro ocenění podniku metodou DCF je potřeba znát investovaný kapitál, jelikož základní charakteristikou metody DCF entity je vnímání podniku na úrovni investovaného kapitálu. Investice, se kterými je počítáno v postupu výpočtu volného peněžního toku, jsou chápány jako brutto investice a jsou zjišťovány v rámci generátorů hodnoty. (Mařík, s. 203)

## 2.6.2 Technika propočtu hodnoty podniku

Pro použití metody DCF entity je aplikován následující postup, který má dva kroky:

1. Určení celkové hodnoty podniku na základě diskontování peněžních toků, které plynou z hlavní podnikatelské činnosti podniku. Celkovou hodnotou podniku je myšleno výnosová hodnota investovaného kapitálu.
2. Celková hodnota podniku, která byla zjištěna v předešlém kroku je snížena o úročené cizí zdroje k datu ocenění. Následně se přičte k provozní hodnotě vlastního kapitálu hodnota provozně nepotřebných aktiv. (Mařík, 2018, s. 205)

Hodnota podniku jako celku se stanoví na základě obecného vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

, kde

$FCFF_t$  = volný peněžní tok do firmy pro rok  $t$ ,

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra,

$n$  = počet let očekávané životnosti podniku. (Mařík, 2018, s. 206)

Obvykle se při oceňování podniku pracuje s předpokladem, že existence podniku bude nekonečně dlouhá, vzhledem k tomu, že nekonečně dlouhé období nelze naplánovat, bude v diplomové práci stanovení hodnoty podniku provedeno dvoufázovou metodou.

### Dvoufázová metoda

Tato metoda vychází z předpokladu, že budoucí období lze členit na dvě fáze. První fáze se skládá z období, pro které lze prognózovat volný peněžní tok na jednotlivé roky. Druhá fáze

začíná na konci fáze první a trvá do nekonečna, tomuto období se říká pokračující hodnota. (Mařík, 2018, s. 207)

Hodnota podniku na za použití dvoufázové metody se zjistí pomocí následujícího vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

, kde

T = délka fáze první,

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC,

PH = pokračující hodnota. (Mařík, 2018, s. 207)

První fáze by měla trvat 4 až 14 let, druhá fáze očekává trvalý růst volného cash flow do firmy. Pokračující hodnotu lze označit za současnou hodnotu nekonečné časové řady peněžních toků plynoucí ve druhé fázi. Pro zjištění pokračující hodnoty v čase lze aplikovat Gordonův vzorec, který se spočítá následovně:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

, kde

T = poslední prognózovaný rok,

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra – průměrné náklady na kapitál,

FCFF = volný peněžní tok do firmy

g = očekávané tempo růstu FCFF v období druhé fáze. (Mařík, 2018, s. 212)

Další způsob výpočtu pokračující hodnoty je parametrický vzorec zohledňující dva hlavní generátory hodnoty, kterými jsou tempo růstu KPVH a očekávanou rentabilitu čistých investic.

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

, kde

$KPVH_{T+1}$  = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy,

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra – průměrné náklady na kapitál,

$r_I$  = rentabilita čistých investic,

g = očekávané tempo růstu FCFF v období druhé fáze. (Mařík, 2018, s. 216)



### 2.6.3 Diskontní míra pro metodu DCF

Stanovit výši diskontní míry je možno několika způsoby. Výběr vhodného postupu stanovení diskontní míry se odvíjí od volby metody ocenění podniku. U metody DCF entity je diskontní míra stanovena jako průměrné vážené náklady kapitálu. (Mařík, 2018, s. 242)

Obecný vzorec průměrných vážených nákladů kapitálu je:

$$WACC = r_E \times \frac{E}{E + D} + r_D \times \frac{D}{E + D}$$

, kde

$r_E$  = náklady vlastního kapitálu,

$r_D$  = náklady cizího kapitálu,

$E$  = tržní hodnota vlastního kapitálu,

$D$  = tržní hodnota cizího kapitálu. (Režňáková, 2012, s. 111)

#### Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se stanoví jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb placených podnikem za využívání cizího kapitálu. Cizí kapitál může představovat bankovní úvěr, leasing, různé obligace a jiné úvěry. Pro účely stanovení nákladů dluhů se nepovažuje za cizí kapitál neúročené pasivum, jako například závazky z obchodních vztahů. (Mařík, 2018, s. 243)

#### Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu se odvíjí od výnosového očekávání investorů. V praxi je nejčastěji využívaným modelem pro stanovení nákladů kapitálu model CAPM, který byl vytvořený pro běžně obchodovatelné cenné papíry. Základním prvkem modelu CAPM je střední očekávaná výnosnost cenného papíru, která se vypočítá z následujícího vzorce:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \times \beta_A$$

, kde

$E(R_A)$  = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A,

$E(R_m)$  = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu,

$r_f$  = bezriziková výnosnost,

$\beta_A$  = koeficient beta cenného papíru A. (Mařík, 2018, s. 253)

Je zřejmé, že výše očekávaná výnosnost cenného papíru A se odvíjí od bezrizikové výnosnosti, beta koeficientu a prémie tržního rizika. Z těchto faktorů jediný koeficient beta je vázán na konkrétní podnik. Výsledná hodnota očekávané výnosnosti cenného papíru je považována za náklady na vlastní kapitál. (Mařík, 2018, s. 253)

Bezriziková úroková míra se pro účely oceňování podniku uvažuje na úrovni výnosů státních dluhopisů, které mají dobu splatnosti minimálně deset let, ale doporučuje se dvacet nebo třicet. Bezriziková úroková míra by měla být pro účely stanovení hodnoty podniku zvolena k datu jeho ocenění. Riziková prémie trhu by měla představovat výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia. Odhad koeficientu beta lze zjistit po pomoci koeficientu pro daný obor při nulovém zatížení, který je zveřejněný na stránkách profesora Damodarana. Vzorec pro výpočet koeficientu beta je následující:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left( 1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK} \right)$$

, kde

$\beta_Z$  = beta vlastního kapitálu u zadluženého podniku.

$\beta_N$  = beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,

VK = vlastní kapitál,

CK = cizí kapitál,

d = sazba daně z příjmu. (Mařík, 2018, s. 263)

### **3 STRATEGICKÁ ANALÝZA OCEŇOVANÉHO PODNIKU**

V této části diplomové práce bude představen oceňovaný podnik HARTMANN - RICO a.s., následně bude provedena analýza vnějšího, oborového a vnitřního okolí podniku a pro zhodnocení finančního stavu společnosti bude provedena finanční analýza.

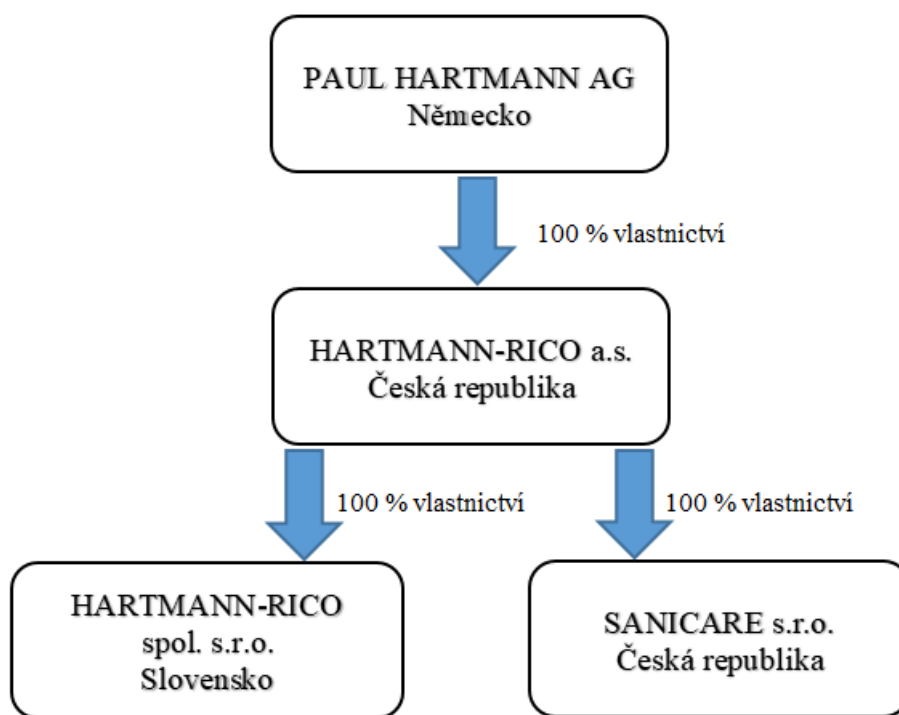
#### **3.1 Představení podniku**

Pro zpracování diplomové práce byl vybrán podnik HARTMANN - RICO a.s., který se zabývá výrobou a distribucí zdravotnických prostředků a hygienických pomůcek. Podnik HARTMANN - RICO a.s. sídlí ve Veverské Bítýšce a jeho hlavním předmětem podnikání je výroba, prodej, dovoz a vývoz zdravotnických prostředků, jako je obvazový materiál, operační krytí a hygienické, kosmetické a další příbuzné výrobky.

Historie společnosti Rico se se začala psát roku 1891, kdy byla pod názvem Richter&Compagnon založena v Chomutově. Společnost se specializovala na výrobu obvazových materiálů, v níž dosahovala úspěchů i v evropském měřítku. V roce 1914 pak ve Vídni vznikla akciová společnost Rico. Zanedlouho byl založen i závod ve Veverské Bítýšce, kde společnost sídlí dodnes. V prosinci 1991 vstoupila do tehdejšího podniku Rico Veverská Bítýška společnost PAUL HARTMANN, a dala tak vzniknout společnosti HARTMANN - RICO a.s. Ta se během pouhých 10 let svého působení stala největším českým výrobcem, jedním z nejvýznamnějších distributorů a rovněž významným exportérem zdravotnických a hygienických výrobků. Vstupem do skupiny HARTMANN získala společnost přístup nejen k novým trhům a kapitálu, ale také k tomu nejmodernějšímu know-how a špičkové výzkumné základně, díky které může přinášet stále lepší produkty a služby. Dnes se společnost HARTMANN - RICO a.s. řadí mezi nejvýznamnější výrobce a distributory zdravotnických prostředků a hygienických výrobků a jejím smyslem je poskytovat výrobky a služby, které pomáhají pečovat o zdraví. (Hartmann.info, a)

V současnosti je tedy společnost HARTMANN - RICO a.s. členem skupiny HARTMANN, která působí na pěti kontinentech a má celkem 34 poboček v několika zemích světa. Produkty HARTMANN se distribuují do více než 100 zemích po celém světě. Skupina má na mezinárodním trhu silnou pozici, její produkty slouží v profesionálním prostředí i pro osobní použití. Výrobní portfolio se skládá z rozmanité škály zdravotnických a hygienických výrobků a služeb, které spojuje důraz na inovativnost a snadné použití. (Hartmann.info, a)

Společnost HARTMANN - RICO a.s. je součástí nadnárodní skupiny, ve které je ovládající osobou pan Eduard Schleicher, který nepřímo ovládá společnost HARTMANN - RICO a.s. prostřednictvím společnosti PAUL HARTMANN AG. Společnost PAUL HARTMANN AG je jediným akcionářem společnosti HARTMANN - RICO a.s. V následujícím obrázku je zobrazena struktura vztahů ve Skupině.



Obrázek 2: Struktura vztahů ve skupině (Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky)

Společnost HARTMANN - RICO a.s. v rámci tuzemska dodává produkty jak přímo do zdravotnických zařízení a nemocnic, které produkty přímo využívají, tak i dodavatelům a výrobcům předního zdravotnického materiálu a přístrojů. Jedná se především o jednorázové chirurgické nástroje, jednorázové sety pro operační výkony a ambulantní zákroky, chirurgické operační rukavice, chirurgické pláště, dezinfekce a výrobky sloužící na ošetřování ran. Předními odběrateli těchto produktů jsou fakultní nemocnice v Praze a Brně, dále pak společnost Promedica Praha Group a VO distributoři Perfect Distribution, což jsou již zmiňovaní dodavatelé, kteří dále distribuují produkty do velkých i malých zdravotnických zařízení. Další významní odběratelé jsou Alliance Healthcare, Pharmos, a.s. a Medimat Inko. Jedná se o distributory, kteří spolupracují s celou řadou lékárnických uskupení, jimž tyto distributoři dále dodávají produkty, jako jsou inkontinenční pomůcky, dezinfekce, produkty určené k domácímu použití, například náplasti, autolékárničky a teploměry. Je třeba také zmínit

významnou složku odběratelů, kterými jsou obchody se spotřebním zbožím, a to Tesco Stores ČR, DM drogerie market, Solvent ČR, Globus ČR, Kaufland ČR a Ahold ČR. Těmto odběratelům je dodáváno zboží především z oblasti krásy a zdraví, dezinfekce, lze zde také narazit na některé produkty spadající do osobní péče, například náplasti.

Odběratelé v rámci exportu jsou výhradně firmy ze skupiny HARTMANN, tzn. sesterské podniky v Německu, Francii, Švýcarsku, a také dceřiná společnost na Slovensku. Organizační struktura skupiny HARTMANN je taková, že jednotlivé firmy ze skupiny si prodávají svoji národní výrobu, a následně prodávají celé portfolio výrobků skupiny HARTMANN na svých národních trzích. Ve všech důležitých zemích má skupina dceřiné společnosti, pouze do zemí s obchodně malým významem se exportuje napřímo do zahraničí, ale v České republice se tyto přímé exporty nedělají. HARTMANN - RICO a.s. exportuje formálně pod svým jménem, pouze do skupiny. Sesterské společnosti nerozlišují, která pobočka skupiny produkt vyrobila, všechny produkty se prodávají pod značkou HARTMANN a pod jednotným marketingem, i HARTMANN - RICO a.s. v České republice to tak dělá.

Následující tabulka obsahuje podíl exportu společnosti HARTMANN - RICO a.s. na celkových tržbách společnosti HARTMANN - RICO a.s. Během všech analyzovaných let byly tržby tvořeny z 68 % vývozem do jiných zemí. Jak již bylo zmíněno HARTMANN - RICO a.s. exportuje výhradně do sesterských společností ve skupině HARTMANN. V příloze č. 1 je uvedena celá struktura tržeb společnosti HARTMANN - RICO a.s. v letech 2014 až 2019.

**Tabulka 2: Podíl exportu na celkových tržbách**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby celkem	3 934 430	4 200 394	4 408 076	4 271 855	4 639 056	4 737 188
Z toho export	2 687 107	2 859 220	3 013 400	2 871 375	3 195 412	3 246 540
<b>Podíl exportu na tržbách</b>	<b>68,30 %</b>	<b>68,07 %</b>	<b>68,36 %</b>	<b>67,22 %</b>	<b>68,88 %</b>	<b>68,53 %</b>

Zdroj: (Vlastní zpracování dle výroční zprávy)

### 3.1.1 Výrobní činnost

Společnost HARTMANN - RICO a.s. má v České republice 3 výrobní závody: Veverská Bítýška, Havlíčkův Brod a Chválkovice, a zaměstnává více než 1500 zaměstnanců. Již přes 10 let má dceřinou společnost na Slovensku se sídlem v Bratislavě. S výrobky společnosti HARTMANN - RICO a.s. se člověk může setkat v nemocnicích, lékárnách, ordinacích praktických lékařů, drogeriích nebo hypermarketech. Ve výrobě jsou kladeny vysoké nároky na kvalitu výrobků, hygienu, povrchovou úpravu a z hlediska kvality života jsou tyto výrobky

nezastupitelné, proto společnost neustále inovuje a přichází s výrobky s lepšími vlastnostmi. Společnost nepůsobí pouze na tuzemském trhu, ale je rovněž významným exportérem. (Hartmann.info, a)

Výrobní závody mají výrobu jednotlivých produktů rozdělenou následovně. Ve Veverské Bítýšce probíhá výroba jednorázových operačních roušek a jednorázových setů pro operační zákroky CombiSet. Havlíčkův Brod má na starosti komponenty pro finální výrobu setů jednorázového operačního krytí. Závod ve Chválkovicích se zaměřuje na výrobu jednorázových setů pro ambulantní zákroky MediSet, sádrových obinadel a gázových produktů a na balení operačních rukavic. Společnost se specializuje na výrobu a distribuci produktů v následujících oblastí.

#### Ošetřování ran

Do této skupiny produktů patří výroba zdravotnických prostředků, které podporují proces hojení ran a kladou důraz na jednoduché použití i cenovou dostupnost. Společnost je lídrem ve vývoji materiálu, který aktivně podporuje hojení ran. Společnost nabízí širokou škálu produktů a přípravků na ošetřování ran, mezi které patří HydroTerapie, vlhké krytí, podtlaková terapie, kompresivní terapie, klasické krytí a MediaSety. Tyto produkty jsou dodávány především do nemocničních zařízení.

#### Dezinfekce

Společnost nabízí kompletní portfolio moderních dezinfekčních přípravků na ruce, nástroje, plochy a povrchy.

#### Prevence infekcí na operačních sálech

V rámci této oblasti se společnost zaměřuje na výrobu a distribuci jednorázových produktů a poskytování konzultačních služeb. Společnost nabízí velkou spoustu produktů, které pomáhají snižovat riziko infekce při operacích, a to jednorázové chirurgické nástroje, jednorázové sety pro operační výkony, jednorázové sety pro ambulantní zákroky, chirurgické operační rukavice a chirurgické pláště.

## Osobní péče o zdraví

V této oblasti se společnost zaměřuje na produkty, které jsou určené k domácímu použití a to k drobným poraněním či vážnějším zdravotním komplikacím. Jedná se o výrobu a distribuci náplastí, autolékárniček, teploměrů a kineziologických tejpovacích pásků.

## Inkontinence

V rámci této specializace se jedná o výrobu a distribuci inkontinenčních vložek a plen, fixačních a natahovacích a zalepovacích kalhotek a speciálních podložek.

## Krása a zdraví

Společnost se také orientuje na výrobu a distribuci vatových a kosmetických produktů, dětské hygieny, dámské hygieny a přírodní kosmetiky. (Hartmann.info, a)

## 3.2 Analýza vnějšího okolí

Analýza vnějšího okolí společnosti slouží pro sledování vývojových trendů přinášející příležitosti nebo hrozby podniku. Pro rozbor vnějšího prostředí společnosti bude použita SLEPTE analýza, která zkoumá změny okolí.

### 3.2.1 Sociální faktory

Při zaměření na sociální faktory makroprostředí je třeba zmínit demografický vývoj populace, který společnost HARTMANN - RICO a.s. může zásadně ovlivnit. Podle českého statistického úřadu od roku 2009 počet osob v produktivním věku klesá a naopak narůstá počet seniorů ve věku 65 a více let. Jedním z hlavních důvodů je výrazný pokles porodnosti a v případě výrobní společnosti může mít vývoj věkové struktury ve směru stárnutí za následek nedostatek produktivních zaměstnanců, což může způsobit značné potíže ve výrobě. (Český statistický úřad, a)

Stejný dopad může přinést i neustále rostoucí úroveň vzdělání populace. V posledních letech se zvyšuje podíl obyvatel s maturitním vzděláním a vysokou školou a klesá počet obyvatel s výučním listem, což výrazně ovlivňuje dělnické profese. Jedním z důvodů většího počtu vysokoškolsky vzdělaných osob je umožnění provozu soukromých vysokých škol a univerzit od roku 2000, díky čemuž se počet vysokých škol v České republice více než ztrojnásobil. Jak

již bylo zmíněno, společnost má 3 výrobní závody, ve kterých největší podíl zaměstnanců tvoří pracovníci ve výrobě dosahující středoškolského vzdělání s výučním listem. Neustálé zvyšování kvalifikace obyvatelstva může mít za následek úbytek těchto potenciálních zaměstnanců a způsobit tak nedostatek výrobních dělníků ve společnosti HARTMANN - RICO a.s. Tato skutečnost však naopak přináší příležitost při hledání nových zaměstnanců na administrativní a manažerské pozice. (Cevro - Liberálně konzervativní akademie)

Společnost má tři výrobní závody, z nichž jeden sídlí na Vysočině. Dle Českého statistického úřadu je k 31.10.2020 míra nezaměstnanosti v kraji Vysočina pouhých 2,87 % a řadí se tak mezi kraje s nejnižší mírou nezaměstnanosti. Tento fakt má za následek stav, kdy závod v Havlíčkově Brodě trpí nedostatkem výrobních dělníků. (Český statistický úřad, b)

Vzhledem k rozšíření viru Covid-19, který se v České republice objevil na jaře roku 2020, vzrostla poptávka po produktech na prevenci a ochranu proti nákaze. HARTMANN - RICO a.s. standardně dováží prostřednictvím skupiny HARTMANN sortiment dezinfekčních prostředků a ochranných masek do České republiky. Na vzniklou situaci ihned zareagovala navýšením objemu těchto dodávek, aby uspokojila v první řadě své stávající odběratelé, kterými jsou především fakultní nemocnice, lékárny a maloobchody se spotřebním zbožím. Jelikož kvůli vzniklé situaci vláda ČR vyhlásila nouzový stav, spousta firem se potýká s problémy a je nucena uchýlit se k omezení provozu a propouštění. HARTMANN - RICO a.s. však aktuálně takové dopady nezažívá, z důvodu výroby sortimentu, který je nezbytný pro zdravotnický personál. Společnost tedy rozhodně neplánuje omezit výrobu ani propouštět nebo snižovat mzdy, ale spíše naopak zvyšuje svůj výkon. Pro společnost se jedná spíše o příležitost navýšit objem dodávek produktů na prevenci a ochranu proti nákaze, kterými uspokojí své stávající odběratelé a popřípadě získá i nové potenciální zákazníky. (Hartmann-rico, b)

### **3.2.2 Legislativní faktory**

Právní faktory úzce souvisí s politickými faktory, jelikož politické změny často upravují některé zákony. Je potřeba, aby společnost byla seznámena s veškerou legislativou, která se ho týká. Vláda každým rokem připravuje určité změny v zákoně a v daňovém systému, z nichž některé mohou pro společnost znamenat velký zásah v rámci jejího fungování. Společnost HARTMANN - RICO a.s. nejvíce ovlivňuje zákon o obchodních korporacích, občanský zákoník, daňové a účetní zákony a zákoník práce. Je důležité zmínit, že na společnost se vztahuje státní regulace obchodování se zdravotnickými prostředky, tzn. regulace cen i



sortimentu, kde přispívá stát. Jistý vliv na společnost mělo zavedení GDPR, které vstoupilo v platnost 25. května 2018. (Kratochvíl, 2019)

Od 1. 1. 2019 vešla v platnost novela zákona o veřejném zdravotním pojištění č. 48/1997 Sb., která přinesla zavedení nového modelu regulace úhrad zdravotnických prostředků vydávaných pojištěncům. Jedná se o stanovení nových SÚKL kódů a úhrad od pojišťoven. Nové SÚKL kódy pro společnost znamenají vysoké administrativní náklady, protože v rámci SÚKL musí dojít k nové registraci všech zdravotnických a hygienických prostředků. Tato novela přináší změny úhrad od pojišťoven, což v případě, kdy se úhrada od pojišťovny sníží, vede k situaci, že se společnost musí přizpůsobit a snížit cenu, aby byla nadále konkurenceschopná. (Ministerstvo zdravotnictví ČR)

Na konci května roku 2017 vstoupilo v platnost nové evropské nařízení o zdravotnických prostředcích (EU 2017/745) MDR, které bylo nutné aplikovat nejpozději do konce května roku 2020. MDR je legislativním rámcem EU, který má za cíl posílení bezpečnosti pacientů a zajištění transparentnosti a sledovatelnosti životního cyklu produktů, které jsou uváděny na trh se zdravotnickými prostředky v evropských zemích. Pro společnost HARTMANN - RICO a.s. to znamená změny v oblasti celkového životního cyklu produktu v rámci jeho bezpečnosti a to od fáze vývoje, přes sledování, uvedení produktu na trh a konec životnosti produktu. Dále v souvislosti s MDR vznikají nové požadavky na klinické zkoušky, testování, technickou dokumentaci, označování produktu, jeho balení a dozor po uvedení produktu na trh. Rovněž je potřeba, aby každý prostředek měl jedinečnou identifikaci zdravotnického prostředku (UID) pro lepší sledovanost produktu a připravuje se i nová databáze EUDAMED, kde budou registrovány všechny zdravotnické prostředky distribuované v EU. HARTMANN - RICO a.s. je povinen zajistit, aby veškeré zdravotnické prostředky, které uvádí na trh, splňovaly podmínky MDR a to nejpozději do 27. 5. 2024. MDR se vztahuje na většinu produktů obsažených v portfoliu podniku, z toho důvodu již od roku 2017 pracuje interní skupina pracovníků na jejich sladění s MDR. (Hartmann-rico, b)

Společnost musí dodržovat pravidla regulace exportu a importu. Vzhledem k tomu, že společnost exportuje do svých sesterských společností, které jsou členskými státy evropské unie, není vývoz tak náročný, jako kdyby se jednalo o státy, nacházející se mimo evropskou unii. V tomto ohledu existují dodací doložky INCOTERMS, které dohlíží na to, zda společnost HARTMANN - RICO a.s. správně uplatňuje a dodržuje DPH a celní předpisy.

Společnost také vyváží do sesterské společnosti ve Švýcarsku, zde se musí řídit dohodu mezi evropskou unií a Švýcarskou konfederací a volném obchodu.

### **3.2.3 Ekonomické faktory**

V souvislosti s pandemií koronaviru byly zavedeny protiepidemická opatření, která způsobila hluboký celosvětový propad ekonomiky. Zasažené země přijaly masivní fiskální a monetární stimuly pro zajištění co nejmenšího dopadu pandemie na jejich ekonomiku. Tyto aktivity však pravděpodobně nebudou natolik silné, aby během roku 2021 vykompenzovaly hospodářský propad, který během roku 2020 nastal. (Ministerstvo financí České republiky, a)

Aktuální situace přináší napětí v mezinárodních obchodních vztazích a současně vzbuzuje nejistoty a pochybnosti podnikatelů a spotřebitelů v rámci budoucnosti ekonomického vývoje, proto tato situace dopadá i na společnost HARTMANN - RICO a.s., která působí na tuzemském i mezinárodním trhu. Oslabování ekonomiky ovlivňuje v oblasti výroby a distribuce zdravotnických prostředků a hygienických pomůcek především soukromý sektor, u společnosti HARTMANN - RICO a.s. se jedná o spotřební zboží dodávané do hypermarketů a drogérií u kterého se může v souvislosti s poklesem ekonomiky snížit poptávka. Při oslabení ekonomiky se v rámci odběratelů veřejného sektoru nepředpokládá, že by došlo k výraznému ovlivnění, jelikož se jedná především o fakultní nemocnice, které pravděpodobně nebudou v souvislosti s ekonomickým vývojem dělat výrazné změny v zásobování zdravotnických prostředků. V souvislosti se zpomalováním ekonomiky by měla slábnout poptávka po práci, zatímco její nabídka by se vlivem demografických a strukturálních faktorů měla zvyšovat stabilně.

### **Průměrná hrubá mzda**

Obecně v České republice průměrná hrubá mzda stále roste. Ve vývoji průměrné mzdy se projevuje rostoucí trend, který na společnost HARTMANN - RICO a.s. působí, a na který by měla reagovat každoročním navyšováním mezd. (Kurzycz)

**Tabulka 3: Vývoj průměrné hrubé mzdy v České republice**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Průměrná hrubá mzda v ČR</b>	25 686	26 467	27 589	29 504	31 885	34 125

Zdroj: (Vlastní zpracování dle Kurzyez, a)

## Inflace

Inflace se řadí mezi ekonomické faktory ovlivňující finanční situaci společnosti. Růst inflace se promítá především do nákladů na materiál a mzdy. Inflace se nadále zvyšuje a lze předpokládat, že tento rostoucí trend bude v následujících letech pokračovat, takže společnost HARTMANN - RICO a.s. musí počítat s možným zdražováním vstupů pro výrobu, jako jsou především energie a materiál. (Český statistický úřad, c)

**Tabulka 4: Vývoj míry inflace v České republice**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Vývoj míry inflace</b>	1,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8

Zdroj: (Vlastní zpracování dle ČSÚ)

## Hrubý domácí produkt

V tabulce níže je zobrazen vývoj růstu HDP v České republice od roku 2015. Ve 2. čtvrtletí 2020 reálný hrubý domácí produkt meziročně klesl o 11 %. Výrazný propad byl v zahraničním obchodu, kde došlo k velkému poklesu u vývozu zboží a služeb o 23,1 % a u dovozu o 18,4 %. Restriktivní opatření nařízené vládou během roku 2020 a pokles reálných mezd způsobily domácnostem nemožnost uskutečnit výdaje na určité zboží a služby, což se projevilo v propadu spotřeby domácností o 7,3 %. Tento vývoj lze v české ekonomice charakterizovat jako nejhlubší propad hospodářského výkonu v historii ČR. Avšak pokud se provede porovnání mezinárodně, zjistíme, že HDP v eurozóně zaznamenalo meziroční pokles o 14,7 %, na základě čehož lze výsledek HDP České republiky hodnotit relativně příznivě. Celkový propad, se kterým se pro rok 2020 počítá, je tedy 6,6 %. Makroekonomická predikce ministerstva financí ČR vychází z předpokladu, že v souvislosti s epidemiologickou situací nebudou přijímána již žádná další restriktivní opatření a odhaduje tak, že ekonomická aktivita ČR by měla během roku 2021 oživovat. Vzhledem k tomu, že aktuálně stále platí některá restriktivní opatření a není zatím přesně známo, kdy budou zrušena, ani jak se bude epidemiologická situace vyvíjet, nelze na předpoklad ministerstva financí spoléhat. (Ministerstvo financí České republiky, a)

**Tabulka 5: Vývoj HDP v České republice**

HDP	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
v mld. Kč	4 625	4 797	5 111	5 409	5 749	5 561	5 860
růst v %	5,4	2,5	5,2	3,2	2,3	-6,6	3,9

Zdroj: (Vlastní zpracování dle MF)

### Vývoj měnového kurzu

Následující graf zobrazuje vývoj kurzu české koruny vzhledem k euru v čase, který je pro společnost HARTMANN - RICO a.s. důležitým činitelem, jelikož exportuje do zahraničí, a to převážně do Německa, Francie a na Slovensko. Kurz EUR/CZK vykazoval kolísavý vývoj, a to především od jara roku 2020, kde se objevila výrazná deprecie české koruny a následné kolísavé výkyvy, zapříčiněné vznikem pandemie rozšířené po celém světě, která měla velký vliv na globální ekonomiku. Společnost HARTMANN - RICO a.s. realizuje nákupy a prodeje v cizí měně, z toho důvodu si proti rizikům spojeným s kolísáním měnového kurzu zajišťuje tyto transakce formou derivátů.



Obrázek 3: Vývoj EUR/CZK (Zdroj: Kurzycz,b)

## Vývoj exportu a importu

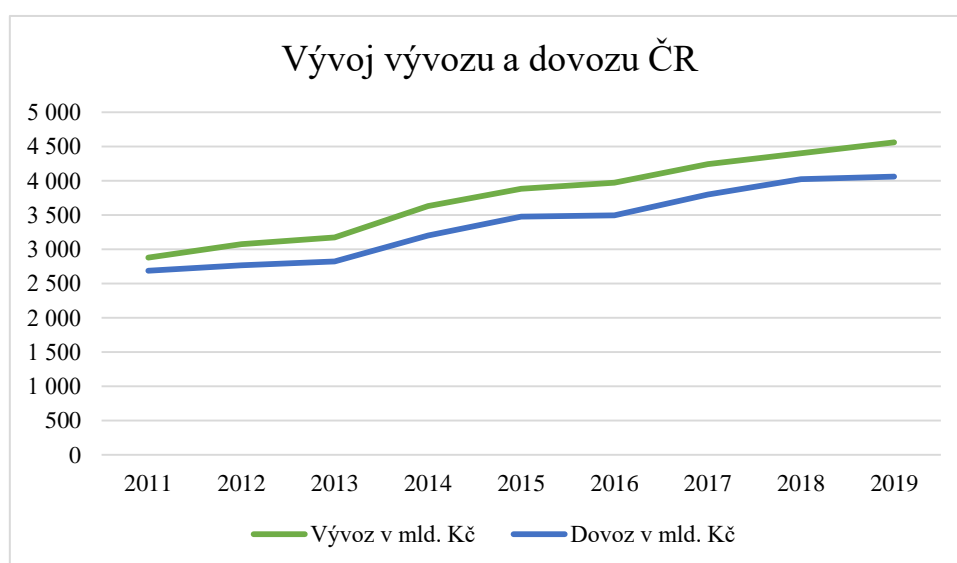
Českou republiku lze označit za malou otevřenou ekonomiku, která má aktivní saldo obchodní bilance.

Tabulka 6: Obchodní bilance

Rok	Export v mld. Kč	Import v mld. Kč	Obrat	Bilance
2011	2 879	2 688	5 566	191
2012	3 073	2 767	5 839	306
2013	3 175	2 823	5 998	352
2014	3 629	3 200	6 828	429
2015	3 883	3 477	7 360	406
2016	3 974	3 495	7 469	479
2017	4 245	3 801	8 046	444
2018	4 404	4 023	8 427	381
2019	4 563	4 062	8 625	501

Zdroj: (Vlastní zpracování dle MP, b)

Z tabulky i grafu je zřejmé, že vývoj exportu a importu odpovídá vývoji HDP, které bylo rozpracováno výše. Český export se primárně zaměřuje na členské země Evropské unie a to především na Německo, jak tomu nasvědčuje teritoriální struktura zahraničního obchodu. Jak již bylo zmíněno, společnost HARTMANN - RICO exportuje do dceřiných společností skupiny HARTMANN sídlící v Německu, Francii a Švýcarsku a také do své dceřiné společnosti sídlící na Slovensku. Co se týká Švýcarska, které není členským státem, zde je uzavřena dohoda o volném obchodu v rámci Evropského hospodářského prostoru, kterou se společnost HARTMANN - RICO a.s. při exportu do švýcarské sesterské společnosti řídí.



Graf 1: Vývoj exportu a importu v ČR (Zdroj: vlastní zpracování dle MPO,b)

### **3.2.4 Politické faktory**

Politické faktory ovlivňují všechny ekonomické subjekty v České republice. V poslední době se dá politická situace v České republice označit za nestabilní. Během roku 2020 se kvůli situaci vzniklé ohledně pandemie koronaviru vystřídal již třetí ministr zdravotnictví, což má na společnost zabývající se výrobou a distribucí zdravotnických prostředků značný vliv. Rozhodnutí vlády přináší spoustu změn pro ekonomické subjekty, jejichž zavedení ve společnosti bývá velmi finančně a časově náročné. V souvislosti se současným vývojem nemá HARTMANN - RICO a.s. jistoty ohledně budoucího vývoje týkající se nových nařízení ministerstva zdravotnictví.

V souvislosti s šířením nemoci covid-19 vláda nařídila nošení ochranných pomůcek, tj. nošení roušek ve všech vnitřních prostorech. Toto nařízení vede k masivní poptávce po tomto produktu. Společnost HARTMANN - RICO a.s. jednorázové ochranné pomůcky v České republice pouze distribuuje, zde se však věnuje výrobě zdravotnických prostředků a hygienických pomůcek jako jsou například jednorázové operační sety a roušky pro operační sály, toto know-how by šlo aplikovat k rozšíření výroby o tento produkt. Vzhledem k tomu, že mezi hlavní odběratelé společnosti se řadí nemocnice a lékárny, které výrazně poptávají jednorázové ochranné pomůcky, nabízí se příležitost začít tento produkt vyrábět i v některém z výrobních závodů v České Republice.

### **3.2.5 Technologické faktory**

Společnost HARTMANN - RICO a.s. využívá ve své výrobě automatické linky, proto má na společnost výrazný vliv technologický vývoj. Technologie neustále přinášejí nový vývoj a posouvají se dopředu. Je velmi důležité, aby společnost reagovala na tyto novinky včas. Vývoj a modernizace technologií jsou stále rychlejší, z toho důvodu je potřeba sledovat aktuální novinky a informace a držet s nimi krok. Pro efektivní fungování společnosti je potřeba pracovat s technikou, jejíž provozní náklady jsou co nejnižší a pracovní výkony co nejvyšší. Společnost HARTMANN - RICO a.s. neustále sleduje vývoj nových technologií a v posledních třech letech jim ve svých výrobních závodech věnovala značné investice. Ty se týkaly především automatizace procesů a investic do nového výrobního zařízení, díky kterým byly instalovány nové automatické stroje na výrobu operačního krytí. Ve sledování nových technologických trendů a investování do nových technologií HARTMANN - RICO a.s. rozhodně plánuje nadále pokračovat, aby zajistila kvalitu své produkce. Rovněž má společnost

příležitost inovovat své výrobky, kterou se snaží maximálně využívat. Zdravotní péče v České republice se nepřetržitě vyvíjí a zlepšuje a je zde velký prostor pro inovace. Jelikož se zdravotní péče stále zdokonaluje, snaží se společnost HARTMANN - RICO a.s. přicházet s výrobky, které mají lepší léčivé vlastnosti, aby držela krok s aktuálními požadavky zákazníků.

### **3.2.6 Ekologické faktory**

HARTMANN - RICO a.s. se snaží rozvíjet environmentální firemní kulturu napříč celou společností, usiluje o co nejnižší dopady své činnosti na životní prostředí a vyvíjí produkty tak, aby byly v souladu se standardy ISO 14000, které se orientují na management životního prostředí v organizacích. ISO 14000 je zastřešující rodina zakotvující jednotlivé normy, kterými organizace řeší své konkrétní potřeby. Z těchto norem se HARTMANN - RICO a.s. řídí především normou ISO 14001 založenou na identifikování všech environmentálních dopadů podnikání. Společnost HARTMANN - RICO a.s. si je plně vědoma jaký má podíl na vlivu kvality životního prostředí, takže v řízení všech svých aktivit zohledňuje ochranu životního prostředí. Proto vytvořila systém Health, Safety & Environment Management (HSE), což je systém managementu ochrany životního prostředí, ochrany zdraví při práci a bezpečnosti práce. Tento koncept zaručuje odpovědný přístup k prostředí, zaměstnancům a nepřetržitě udržitelnému rozvoji a současně se jedná o vodítko k důslednému dodržování právních a ostatních požadavků. Na základě HSE a ISO 14001 se společnost HARTMANN - RICO a.s. zavázala k dodržování několika závazků, mezi které patří například využívání ekologicky šetrných technologií a usilování o co nejnižší dopady podnikatelské činnosti na životní prostředí, realizovat preventivní a hospodárná opatření ve spotřebě energií a surovin a ve vzniku a využití odpadů, k dodržování všech právních předpisů vztahujících se k ochraně životního prostředí a k neustálému zlepšování podnikové ochrany životního prostředí a ke zvýšení povědomí zaměstnanců o environmentálním chování a ochraně životního prostředí prostřednictvím vzdělávacích programů a mnohé další. (Hartmann-rico, c)

## **3.3 Analýza oborového okolí**

Nástrojem pro analýzu konkurenčního prostředí je Porterova analýza pěti sil. Porter analyzuje konkurenční prostředí současně s jeho riziky prostřednictvím pěti prvků.

## **Stávající konkurenti**

Jelikož společnost má více výrobních skupin, působí na různých trzích a její tržní podíly a konkurence jsou tedy rozdílné. Společnost HARTMANN - RICO a.s. se snaží být v odvětvích, na které se soustředí první nebo druhá na trhu. V rámci tuzemského trhu se řadí mezi největší výrobce a distributory zdravotnických pomůcek, z toho důvodu je konkurence v České republice malá. Za největší konkurenty působící na tuzemském trhu lze označit společnosti Johnson & Johnson, s.r.o., B. Braun Medical s.r.o., MEDRONIC Czechia, Siemens Healthcare a FRESINIUS Medical Care ČR a další. Ve všech případech se jedná o české dceřiné společnosti zahraničních koncernů.

### **Johnson & Johnson, s.r.o.**

Johnson & Johnson, s.r.o. je společnost, jejíž počátky sahají až do 19. století. Jedná se o poskytovatele produktů a služeb ve zdravotnictví, od výrobků pro péči o děti i jejich matky přes farmaceutické produkty až po zdravotnické prostředky a technologie. Nyní společnost působí v 57 zemích a jejím cílem je zajistit prodej a distribuci zdravotnických výrobků a prostředků po celém světě. V České republice působí ve 4 sektorech:

- Sektor spotřební,
- Sektor zdravotnických prostředků,
- Sektor farmaceutický,
- Globální centrum sdílených služeb. (Johnson&Johnson.cz)

### **B. Braun Medical s.r.o.**

Skupina B. Braun je součástí celosvětového koncernu B. Braun - předního výrobce zdravotnických prostředků a technologií. Společnost působí v České republice od roku 1993 a dělí se na dvě složky, první je B. Braun Medical, která je špičkovým dodavatelem zdravotnických materiálů a služeb a druhou je B. Braun Avitum, což je kvalitní poskytovatel dialyzační péče. Srovnání bude provedeno s výsledných hodnot výkazů B. Braun Medical s.r.o. (bbraun.cz)

V oblasti mezinárodního trhu je konkurence vyšší, ale společnost si i tak drží své postavení a pohybuje se v předních místech. Za velkého mezinárodního konkurenta lze označit národní koncern LOHMANN & RAUSCHER INTERNATIONAL GMBH & CO. KG se sídlem v Německu, který je dodavatelem zdravotnických a hygienických výrobků. Koncern působí



prostřednictvím svých dceřiných společností stejně jako skupina HARTMANN po celém světě, například v Německu, Rakousku, Francii, v Číně a jinde. Dalším významným konkurentem je společnost EUROMEDIS GROUPE, která je jedním z předních francouzských dodavatelů na trhu se zdravotnickými prostředky. Společnost se zaměřuje především na výrobu sterilních a nesterilních lékařských rukavic, obvazů a obkladů, roušek pro operační sály, chirurgických rukavic a ochranného krytí. Posledním velmi významným konkurentem je společnost DINA-HITEX SK spol. s ro, která je výrobcem a distributorem zdravotnických prostředků na jedno použití se sídlem na Slovensku. Jedná se především o operační roušky, operační sety, operační pláště, oděvy z netkaných textilií, doplňky k operačním setům, zachytňné kapsy a vaky a hygienické podložky, utěrky a prostěradla.

### **Nová konkurence**

Společnost HARTMANN - RICO a.s. si své postavení buduje dlouhodobě a stále se jí daří ho udržet. Vzhledem k pozici na trhu, velikosti podílu a rozsáhlé působnosti společnosti je malá pravděpodobnost příchodu ohrožující nové konkurence. Úspěšnost nové příchozí konkurence by musela být doprovázena velkou investicí. V současnosti společnost nezaregistrovala, že by se objevil nový potencionální konkurent.

### **Substituční výrobky**

Funkce substitučních výrobků spočívá v náhradě určitého, již existujícího produktu, což může mít velký vliv na cenu a množství nabízených výrobků nebo služeb. Jak již bylo zmíněno, společnost je zaměřená na výrobu a distribuci zdravotnických prostředků a hygienických výrobků, na které jsou kladeny vysoké nároky na kvalitu výrobků a hygienu. V této oblasti aktuálně nic nenaznačuje možnému výskytu substitučního výrobku. Avšak pro udržení postavení na trhu společnost nepřetržitě drží krok s nejaktuálnějšími trendy odvětví a podle nich tvoří nabídku.

### **Vliv odběratelů**

Odběratelé tvoří trendy, pomocí kterých se vytváří nabídka. Je nezbytné udržovat kontakt se zákazníky, monitorovat jejich potřeby a následně je uspokojovat. Odběratelé mohou společnost ovlivňovat například z pohledu ceny, termínu dodání, splatnosti faktur a jiné, záleží na důležitosti odběratele. Společnost HARTMANN - RICO a.s. se dlouhodobě potýká se špatnou

platební morálkou některých státních odběratelů, přesněji státních nemocnic, což způsobuje vysoké pohledávky z obchodních vztahů. Za nejvýznamnější tuzemské odběratele společnosti lze označit:

- nemocnice: Fakultní nemocnice v Praze a Brně, Promedica Praha Group, VO distributoři Perfect Distribution,
- spotřební zboží: Tesco Stores ČR, DM drogerie market, Solvent ČR, Globus ČR, Kaufland ČR, Ahold ČR
- lékárny: Alliance Healthcare, Pharmos a.s., Medimat Inko. (Kratochvíl, 2020)

V případě odchodu některého z těchto významných zákazníků by se společnost mohla dostat do jistých problémů. I přesto, že společnost má problém s inkasováním pohledávek fakultních nemocnic, odchod tohoto odběratele by společnosti neprospěl. O likvidační následky by se nejednalo, ale tento stav by se rozhodně podepsal na velkém poklesu tržeb.

Dále společnost exportuje své výrobky a zboží do Německa, Francie a Švýcarska dceřiným společností PAUL HARTMANN AG, a do své dceřiné společnosti na Slovensko. Tyto sesterské společnosti následně prodávají produkty na svých národních trzích do nemocnic, lékáren a jiných zdravotnických zařízení.

### **Vliv dodavatelů**

Mezi největší dodavatele materiálu do výroby patří Evropa a Asie. Jedná se především o dlouhodobé obchodní vztahy, zřídka dochází ke změnám. V rámci tuzemska společnost pořizuje obalové materiály, služby a energie. Rozhodujícím faktorem je vždy cena, požadovaná kvalita, stabilita dodávek, náklady v případě změny dodavatele a tržní pozice.

HARTMANN - RICO a.s. tendruje některé déletrvající obchodní vztahy, a to přibližně po třech letech, dodavatel většinou zůstává, pouze dochází k úpravám cen a podmínek. V určitých případech je rozdělována spolupráce mezi dva silné partnery, což je dlouhodobě nákladově výhodnější a stabilnější. Když dochází ke změnám tržních podmínek, často se při jednání podaří změnit i podmínky se současnými dodavateli a spolupráce zůstane zachována.

## **3.4 Analýza vnitřního prostředí**

V nadcházející analýze bude provedena vnitřní analýza společnosti HARTMANN - RICO a.s. prostřednictvím metody 7S a finanční analýzy.

### **3.4.1 Interní analýza 7S**

Pro analýzu vnitřního prostředí bude použit McKinseyho model 7S, založený na rozboru sedmi faktorů, kterými jsou strategie, struktura, spolupracovníci, styl řízení, systémy a sdílené hodnoty.

#### **Strategie společnosti**

Cílem společnosti HARTMANN - RICO a.s. je poskytování produktů a služeb pomáhající v pečování o zdraví a neustálé zlepšování procesu léčení a zdravotnické péče. Společnost usiluje o postavení předního poskytovatele produktů v rámci zdravotní péče na globálním trhu a svou činností se snaží dosáhnout zvýšení hodnoty podniku. Společnost dosahuje svých cílů na základě motivovaných pracovních týmu a podporováním rozvoje zaměstnanců. Strategie společnosti je založena na nepřetržitém kontaktu se zdravotnickým prostředím a na neustálém sledování aktuálních potřeb lékařů a ostatních zdravotnických pracovníků. Společnost HARTMANN - RICO a.s. neustále přehodnocuje péči o zdraví nepřetržitým sledováním možností jak péči o zdraví a léčbu zkvalitnit. Snaží se udržovat kontakt se zdravotnickým prostředím na základě seminářů, které pořádá pro zdravotnické pracovníky a současně prostřednictvím přímého kontaktu s vědecko-výzkumnými pracovišti a lékaři. Společnost se také snaží neustále inovovat a přicházet s výrobky s lepšími vlastnostmi. HARTMANN - RICO a.s. vyvíjí a zdokonaluje produkty na základě současných i budoucích potřeb zákazníků a využívá přitom své nasbírané zkušenosti. Společnost si je vědoma, že skutečných změn je schopna dosáhnout především při budování dlouhodobých partnerských vztahů se zdravotníky, pacienty, lékárníky, distributory nebo běžnými spotřebiteli, proto si zakládá na partnerství a je otevřena spolupráci. Veškeré inovace ve výrobě tvoří ve spolupráci se svými obchodními partnery, aby se mohla inspirovat jejich nápady, otázkami a podněty ke zlepšení. Společnost se svých cílů snaží dosáhnout rovněž díky zachování profesionality, proto si zakládá na svých odborných znalostech a zkušenostech a při své práci vždy jedná čestně, upřímně a transparentně. (Hartmann-rico a.s., d)

#### **Struktura společnosti**

Na úrovni základního organizačního rozdělení se společnost člení na výrobu a obchod, které podporují servisní oddělení, jako je finanční oddělení, personální oddělení, IT, logistika, zahraniční servis, všeobecná správa apod. Oddělení výroby je tvořeno 5 divizemi, které se

nachází ve třech továrnách. Továrny jsou rozděleny na základě typu produktu. Obchod se člení z hlediska zákaznických segmentů:

OUT-PATIENT – lékárny, sociální ústavy,

IN-PATIENT – nemocnice,

RETAIL – spotřební zboží.

Společnost HARTMANN - RICO a.s. má dceřinou společnost na Slovensku, která má podobnou strukturu. (Kratochvíl, 2020)

## **Spolupracovníci**

Společnost zaměstnává okolo 1500 zaměstnanců, které přijímá formou výběrového řízení. V oblasti administrativy a obchodu je požadována alespoň střední škola s maturitou, cizí jazyk (angličtina), počítačová gramotnost a konkrétní znalosti podle pracovní pozice, na kterou se hlásí. V oblasti dělnických pozic do výroby se nevyžaduje odborné vzdělání. Fluktuace zaměstnanců ve společnosti není příliš velká, v oblasti obchodu a administrativy má velká část zaměstnanců dlouhotrvající pracovní poměr. V rámci výroby jsou změny zaměstnanců vyšší, především na dělnických pozicích. Společnost se v současnosti potýká s nedostatkem zaměstnanců na dělnických pozicích a to z důvodu manuální náročnosti práce ve výrobě.

## **Styl řízení společnosti**

Právní forma společnosti je akciová společnost, ve které je používán dualistický systém orgánů. Statutárním orgánem je tedy představenstvo v čele s předsedou, další orgán tvoří dozorčí rada. Obchodní vedení firmy náleží představenstvu, které rozhoduje na základě demokratického stylu vedení a na působnost představenstva dohlíží dozorčí rada. Představenstvo i dozorčí rada se aktuálně skládají ze tří členů. Společnost HARTMANN - RICO a.s. je členem skupiny HARTMANN, ve které je ovládající osoba Eduard Schleicher. Ten nepřímo ovládá společnost HARTMANN - RICO a.s. přes společnost PAUL HARTMANN AG, která je její jediný akcionář. Vedení a rozhodování na nejvyšší úrovni se uskutečňuje formou valné hromady. Společnost HARTMANN - RICO a.s. má uzavřené smlouvy o spolupráci se společnostmi ovládanými společností PAUL HARTMANN AG, jedná se například o smlouvy o poskytování služeb, zajištění zásobování, distribuci a prodeji zboží, smlouvy o cash pooling a další.

## **Systémy a postupy společnosti**

Společnost v rámci informačních systému používá systém SAP (R3), brzy se však chystá přejít na informační systém SAP HANA. Další elektronické kanály, které společnost používá, jsou mobilní telefony, e-maily, sdílená úložiště, sítě včetně vzdálených připojení, databázové systémy, elektronický oběh dokumentů, CRM systém apod. Společnost disponuje kvalitními internetovými stránkami, poskytujícími přehledné informace a schopnými oslovit potenciálního zákazníka.

Společnost HARTMANN - RICO a.s. díky integrovanému systému managementu kvality zaručuje svým zákazníkům dodržení nejvyšších požadavků na kvalitu, bezpečnost a čistotu v celém výrobním procesu. Společnost získala certifikáty pro systém zabezpečení kvality pro zdravotnické prostředky ISO 13485:2016, systém zabezpečení kvality ISO 9001:2015 a certifikát pro sterilizaci zdravotnických prostředků ethylenoxidem EN 11135-1:2007. Zda drží tyto certifikáty společnost oprávněně, kontroluje každý rok v rámci auditu společnost TÜV Product Service.

Další součástí systému řízení společnosti HARTMANN - RICO a.s. je koncept Health, Safety & Environment Management (HSE Management). Tento systém řízení zajišťuje, aby společnost HARTMANN - RICO a.s. ve svém řízení přistupovala odpovědně ke svým zaměstnancům a okolí. (Hartmann-rico a.s., c)

## **Sdílené hodnoty**

O společnosti lze hovořit jako o stabilní a konzervativní společnosti, ve které fungují dlouhodobé obchodní vztahy. Velká část obchodních vztahů je právě dlouhodobá a ke změnám dochází pouze v obchodních podmínkách. Snaha společnosti získat nové zákazníky, inovovat výrobky a otevírat nové obchodní příležitosti je samozřejmě na místě. Firemní kultura společnosti HARTMANN - RICO a.s. se zakládá na tom porozumět potřebám zákazníků. Proto, jak již bylo zmíněno ve strategii, společnost neustále udržuje kontakt se zdravotnickým prostředím, například prostřednictvím seminářů a přímého kontaktu s lékaři, lékárníky a vědecko-výzkumnými pracovišti. Společnost si zakládá na získávání a udržení kvalitních zaměstnanců, proto věnuje velkou pozornost a péči rozvoji svých pracovníků.

## **Schopnosti**

Společnost dbá na rozvíjení schopností a dovedností svých pracovníků. Jedním z nástrojů je zajištění různých školení a kurzů, které slouží pro rozvoj a zdokonalení zaměstnanců. V nedávné době společnost obdržela grant v rámci projektu Vzdělávání zaměstnanců HARTMANN - RICO a.s., který v následujících dvou letech zajistí proškolení zaměstnanců v oblasti manažerských a odborných dovedností, cizích jazyků a počítačové gramotnosti. Tento projekt se zaměřuje na proškolení velké části zaměstnanců společnosti.

### **3.4.2 Finanční analýza**

V této kapitole diplomové práce bude provedena finanční analýza společnosti, za pomoci metod finanční analýzy. Zdrojem sestavení analýzy budou účetní výkazy společnosti za roky 2014 až 2019. Budou zde použity, absolutní ukazatele a poměrové ukazatele. Při zpracování finanční analýzy pomocí poměrových ukazatelů bude provedeno srovnání výsledných hodnot společnosti HARTMANN - RICO a.s. s oborovými hodnotami a s hodnotami vybraných konkurenčních společností.

### **Analýza rozvahy**

Tato část práce obsahuje rozbor majetkové a finanční struktury HARTMANN - RICO a.s. provedený na základě horizontální a vertikální analýzy rozvahy. Horizontální analýza, sleduje změny jednotlivých položek aktiv a pasiv v čase. Zde bude provedeno vyjádření změny v relativních číslech, tedy procentní změna. Vertikální analýza rozvahy je postavena na sledování a vyjádření jednotlivých položek aktiv a pasiv na základě procentního rozboru. Pro výpočet vertikální analýzy aktiv a pasiv budou za rozvrhovou základnu zvolena celková aktiva a pasiva.

**Tabulka 7: Horizontální analýza rozvahy**

<b>Tempo růstu aktiv v %</b>	<b>2014/2015</b>	<b>2015/2016</b>	<b>2016/2017</b>	<b>2017/2018</b>	<b>2018/2019</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>5,21%</b>	<b>3,76%</b>	<b>-0,54%</b>	<b>6,58%</b>	<b>6,30%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>-3,96%</b>	<b>0,89%</b>	<b>14,57%</b>	<b>28,65%</b>	<b>2,78%</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	-35,06%	60,03%	-20,20%	-21,05%	73,22%
Dlouhodobý hmotný majetek	-3,30%	-0,02%	15,44%	29,53%	2,05%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>8,86%</b>	<b>4,78%</b>	<b>-5,43%</b>	<b>-2,47%</b>	<b>8,20%</b>
Zásoby	18,62%	-11,46%	-3,65%	7,31%	-0,85%
Dlouhodobé pohledávky	-10,84%	12,16%	-7,23%	22,08%	17,02%
Krátkodobé pohledávky	5,36%	17,67%	-9,47%	-9,76%	12,36%
Peněžní prostředky	-91,24%	28,07%	840,24%	25,74%	77,64%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>8,82%</b>	<b>-0,73%</b>	<b>1,45%</b>	<b>26,63%</b>	<b>-52,74%</b>
<b>Tempo růstu pasiv v %</b>	<b>2014/2015</b>	<b>2015/2016</b>	<b>2016/2017</b>	<b>2017/2018</b>	<b>2018/2019</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>5,21%</b>	<b>3,76%</b>	<b>-0,54%</b>	<b>6,58%</b>	<b>6,30%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>-2,32%</b>	<b>10,05%</b>	<b>-4,66%</b>	<b>6,73%</b>	<b>7,81%</b>
VH min. let	11,93%	-1,25%	15,65%	-5,44%	9,14%
VH běžného účetního období	-39,43%	73,56%	-60,93%	112,41%	9,38%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>29,04%</b>	<b>-11,32%</b>	<b>11,71%</b>	<b>6,19%</b>	<b>2,46%</b>
Rezervy	-3,31%	-1,20%	-12,77%	-14,85%	4,90%
Dlouhodobé závazky	-12,92%	0,62%	-14,91%	14,04%	22,61%
Krátkodobé závazky	32,34%	-12,12%	13,14%	6,60%	1,29%

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN - RICO a.s.)

V letech 2014 - 2015 společnost dělala změny v logistice formou zvýšení objemu nákupu polotovarů do výroby a navýšila zásoby na skladě. Nákup se projevil poklesem peněžních prostředků na bankovních účtech. Výsledek hospodaření minulých let se meziročně zvýšil, jedním z důvodů bylo převedení rezervního fondu do nerozděleného zisku minulých let. Příčinou růstu krátkodobých závazků bylo zvýšení krátkodobých úvěrů, které představovaly čerpané kontokorentní úvěry u obchodních bank, společnost také čerpala krátkodobou zápůjčku od mateřské společnosti. Rok 2016 přinesl pokles změny celkových aktiv, příčinou byl nadměrný úbytek zásob. Krátkodobé pohledávky, které zastupovaly největší část celkových aktiv, zaznamenaly výraznější zvýšení. Za tento vysoký nárůst je zodpovědná špatná platební morálka odběratelů veřejného sektoru, kteří nehradí své závazky včas a společnost HARTMANN - RICO a.s. se tak potýká s nedostatkem peněžních prostředků a zároveň s vysokým množstvím krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Společnost se v roce 2017 snažila více zapracovat na včasném inkasování pohledávek od odběratelů. Díky tomu došlo k poklesu krátkodobých pohledávek o 9,5 % a k nárůstu peněžních prostředků o 840 %. Stavby na bankovních účtech společnosti jsou kvůli kolísavému vývoji inkasování pohledávek velmi nestabilní. Společnost také nadále pokračovala ve snižování stavu zásob. V následujícím roce 2018 hodnota aktiv vzrostla. Hlavním důvodem bylo, že společnost investovala do nákupu

dlouhodobého hmotného majetku v podobě automatické linky do výroby. Společně s novou výrobní linkou se uskutečnil nákup většího množství materiálu a navýšil se objem výroby, což se projevilo ve výsledku hospodaření, který vzrostl o 112 %. Jelikož společnost v roce 2019 investovala do nákupu nového softwaru, došlo k viditelnému zvýšení dlouhodobého nehmotného majetku.

**Tabulka 8: Vertikální analýza rozvahy**

<b>Tempo růstu aktiv v %</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>28,44%</b>	<b>25,97%</b>	<b>25,25%</b>	<b>29,08%</b>	<b>35,11%</b>	<b>33,94%</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,64%	0,39%	0,61%	0,49%	0,36%	0,59%
Dlouhodobý hmotný majetek	27,78%	25,54%	24,61%	28,56%	34,71%	33,33%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>71,39%</b>	<b>73,86%</b>	<b>74,59%</b>	<b>70,92%</b>	<b>64,89%</b>	<b>66,06%</b>
Zásoby	29,03%	32,73%	27,93%	27,06%	27,24%	25,41%
Dlouhodobé pohledávky	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Krátkodobé pohledávky	40,94%	41,00%	46,49%	42,32%	35,83%	37,88%
Peněžní prostředky	1,39%	0,12%	0,14%	1,35%	1,60%	2,67%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,09%</b>
<b>Tempo růstu pasiv v %</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>75,98%</b>	<b>70,54%</b>	<b>74,82%</b>	<b>71,72%</b>	<b>71,82%</b>	<b>72,84%</b>
VH min. let	45,28%	48,17%	45,84%	53,31%	47,30%	48,56%
VH běžného účetního období	18,17%	10,46%	17,50%	6,88%	13,70%	14,10%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>24,02%</b>	<b>29,46%</b>	<b>25,18%</b>	<b>28,28%</b>	<b>28,18%</b>	<b>27,16%</b>
Rezervy	0,62%	0,57%	0,54%	0,57%	0,38%	0,45%
Dlouhodobé závazky	1,26%	1,04%	1,01%	0,86%	0,92%	1,07%
Krátkodobé závazky	22,13%	27,83%	23,57%	26,82%	26,82%	25,56%

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN - RICO a.s.)

Při pohledu na strukturu aktiv lze vidět, že převládají oběžná aktiva, které v průměru tvořily 71,13 % celkových aktiv. Největší část oběžných aktiv tvořily krátkodobé pohledávky, které byly převážně zastoupeny pohledávkami z obchodních vztahů, ke kterým se vázala velká část peněžních prostředků. V roce 2015 došlo ke zvýšení podílu u položky zásob, důvodem bylo masivní nárůst zásob, nákup většího množství zásob vedl k úbytku peněžních prostředků. Dlouhodobý majetek zastupuje převážně dlouhodobý hmotný majetek ve formě staveb a hmotných movitých věcí a jejich souborů, tvořené výhradně výrobními halami a zařízeními. Struktura pasiv jednoznačně poukazuje na převažující financování vlastním kapitálem, ten je výhradně zastoupen nerozděleným ziskem minulých let.



## Analýza výkazů zisku a ztrát

Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztrát bude provedena na základě jednotlivých položek nákladů a výnosů.

**Tabulka 9: Horizontální analýza VZZ**

<b>Horizontální analýza VZZ</b>	<b>2014/2015</b>	<b>2015/2016</b>	<b>2016/2017</b>	<b>2017/2018</b>	<b>2018/2019</b>
<b>Tržby za prodej výrobků a služeb</b>	<b>6,02%</b>	<b>4,64%</b>	<b>-4,68%</b>	<b>9,95%</b>	<b>2,07%</b>
Tržby za prodej výrobků a služeb EXPORT	6,37%	5,76%	-5,65%	12,17%	2,06%
Tržby za prodej výrobků a služeb TUZEMSKO	2,47%	-7,06%	6,89%	-13,40%	2,15%
<b>Tržby z prodej zboží</b>	<b>8,21%</b>	<b>5,53%</b>	<b>-0,05%</b>	<b>6,12%</b>	<b>2,20%</b>
Tržby za prodej zboží – EXPORT	6,64%	2,64%	2,59%	4,93%	-1,95%
Tržby za prodej zboží – TUZEMSKO	8,70%	6,41%	-0,82%	6,48%	3,44%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>9,50%</b>	<b>-2,22%</b>	<b>-3,42%</b>	<b>8,41%</b>	<b>-2,59%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	11,09%	2,94%	-1,78%	3,06%	1,15%
Spotřeba materiálu a energie	5,91%	-6,23%	-2,90%	5,77%	-3,28%
Služby	18,58%	0,47%	-8,01%	27,14%	-6,98%
<b>Osobní náklady</b>	<b>13,06%</b>	<b>10,41%</b>	<b>10,64%</b>	<b>9,99%</b>	<b>11,14%</b>
Mzdové náklady	12,57%	10,97%	10,08%	9,09%	9,84%
Náklady na sociální a zabezpečení a zdravotní pojištění	13,36%	16,44%	12,17%	12,39%	14,51%
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	<b>-15,76%</b>	<b>-18,56%</b>	<b>35,88%</b>	<b>-21,87%</b>	<b>35,53%</b>
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>14,84%</b>	<b>0,79%</b>	<b>-6,80%</b>	<b>-4,01%</b>	<b>17,16%</b>
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>26,76%</b>	<b>-8,76%</b>	<b>-5,91%</b>	<b>-4,97%</b>	<b>29,38%</b>
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-25,03%</b>	<b>100,77%</b>	<b>-15,03%</b>	<b>29,12%</b>	<b>-9,57%</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	-42,47%	76,60%	-100,00%	-	13,37%
Výnosové úroky a podobné výnosy	-54,84%	28,57%	137,78%	-57,94%	-30,00%
Nákladové úroky a podobné náklady	100,18%	91,99%	-73,18%	42,13%	127,80%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-47,47%</b>	<b>43,61%</b>	<b>-110,53%</b>	<b>-588,56%</b>	<b>62,01%</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-38,45%</b>	<b>71,62%</b>	<b>-55,79%</b>	<b>91,93%</b>	<b>8,96%</b>
<b>Daň z příjmu</b>	<b>-30,32%</b>	<b>57,56%</b>	<b>-14,71%</b>	<b>17,00%</b>	<b>6,14%</b>
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>-39,43%</b>	<b>73,56%</b>	<b>-60,93%</b>	<b>112,41%</b>	<b>9,38%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN - RICO a.s.)

Tržby společnosti jsou tvořeny tuzemskými výnosy z prodeje nemocnicím, poliklinikám, lékárenským velkoobchodům, lékárnám a jiným zdravotnickým zařízením a exportem sesterským společnostem skupiny HARTMANN a dceřině společnosti na Slovensku. Z tabulky je vidět, že tržby každým rokem rostly, kromě roku 2017, kdy došlo k meziročnímu poklesu tržeb za prodej výrobků a služeb a za prodej zboží se postupně snižovala, to se odvíjelo od menšího počtu exportních zakázek.

Největší podíl na nákladech měla výkonová spotřeba, jejíž hlavní položkou byla spotřeba materiálu a energie. Společnost v roce 2015 zvyšovala produkci, která vedla k růstu výkonové spotřeby. V letech 2015 - 2016 a 2016 - 2017 byl zaznamenán meziroční pokles výkonové spotřeby, který byl zapříčiněn zvyšováním úspornosti spotřeby materiálu a energie. V roce 2018 došlo opět k navýšení výkonové z důvodu zvyšování výroby. Náklady na prodané zboží kromě roku 2017 vykazovaly meziročně rostoucí vývoj. Významnou položku v nákladech představují také osobní náklady, které se každoročně navyšovaly s růstem hrubé mzdy zaměstnanců. Odpisy zastupují menší část nákladů s kolísavějším vývojem.

**Tabulka 10: Vertikální analýza VZZ**

<b>Vertikální analýza VZZ</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Tržby za prodej výrobků a služeb</b>	<b>66,31%</b>	<b>65,86%</b>	<b>65,67%</b>	<b>64,59%</b>	<b>65,40%</b>	<b>65,37%</b>
Tržby za prodej výrobků a služeb, EXPORT	60,34%	60,12%	60,59%	58,99%	60,93%	60,90%
Tržby za prodej výrobků a služeb, TUZEMSKO	5,97%	5,73%	5,08%	5,60%	4,46%	4,47%
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>33,69%</b>	<b>34,14%</b>	<b>34,33%</b>	<b>35,41%</b>	<b>34,60%</b>	<b>34,63%</b>
Tržby za prodej zboží – EXPORT	7,95%	7,95%	7,77%	8,23%	7,95%	7,63%
Tržby za prodej zboží – TUZEMSKO	25,73%	26,20%	26,56%	27,19%	26,65%	27,00%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>80,24%</b>	<b>82,29%</b>	<b>76,68%</b>	<b>76,42%</b>	<b>76,29%</b>	<b>72,77%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	24,80%	25,81%	25,31%	25,66%	24,35%	24,12%
Spotřeba materiálu a energie	42,85%	42,51%	37,98%	38,06%	37,07%	35,11%
Služby	12,59%	13,98%	13,38%	12,70%	14,87%	13,55%
<b>Osobní náklady</b>	<b>13,50%</b>	<b>14,30%</b>	<b>15,04%</b>	<b>17,17%</b>	<b>17,39%</b>	<b>18,93%</b>
Mzdové náklady	9,87%	10,41%	11,01%	12,51%	12,56%	13,51%
Náklady na SZ a ZP	3,42%	3,63%	4,03%	4,67%	4,83%	5,42%
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	<b>2,45%</b>	<b>1,94%</b>	<b>1,50%</b>	<b>2,11%</b>	<b>1,52%</b>	<b>2,01%</b>
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>11,33%</b>	<b>12,03%</b>	<b>11,49%</b>	<b>10,71%</b>	<b>9,69%</b>	<b>3,48%</b>
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>3,14%</b>	<b>3,72%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,14%</b>	<b>2,75%</b>	<b>3,48%</b>
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>4,49%</b>	<b>3,15%</b>	<b>6,03%</b>	<b>5,28%</b>	<b>6,28%</b>	<b>5,56%</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	5,37%	2,90%	4,87%	0,00%	3,17%	3,52%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky a podobné náklady	0,01%	0,03%	0,05%	0,01%	0,02%	0,04%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>6,66%</b>	<b>3,28%</b>	<b>4,49%</b>	<b>-0,49%</b>	<b>2,19%</b>	<b>3,48%</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>11,15%</b>	<b>6,43%</b>	<b>10,51%</b>	<b>4,80%</b>	<b>8,48%</b>	<b>9,04%</b>
<b>Daň z příjmu</b>	<b>1,19%</b>	<b>0,78%</b>	<b>1,17%</b>	<b>1,03%</b>	<b>1,11%</b>	<b>1,15%</b>
<b>VH po zdanění</b>	<b>9,96%</b>	<b>5,65%</b>	<b>9,34%</b>	<b>3,77%</b>	<b>7,37%</b>	<b>7,89%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN - RICO a.s.)

Tržby společnosti HARTMANN - RICO a.s. se dělí na tuzemské a z exportu. Tržby z prodeje výrobků a služeb představovaly okolo 65 % celkových tržeb, z čehož většina byla tvořena vývozem. Společnost velkou část produkce exportovala do zahraničí výhradně svým

sesterským společnostem, které jsou také členy skupiny HARTMANN, nebo také své dceřiné společnosti na Slovensku. Tržby, jež plynuly z prodeje vlastních výrobků a služeb v tuzemsku vykazovaly ve sledovaných letech okolo 5 %, jednalo se o výrobky, které společnost vyprodukovala a následně prodala svým českým zákazníkům, pouze malá část byla tvořena poskytnutými službami. Tržby za prodej zboží v tuzemsku činily okolo 27 % celkových tržeb. Jednalo se o distribuci zboží českým odběratelům, kterými jsou nemocnice, lékárny, zdravotnická zařízení, maloobchody se spotřebním zbožím a jiné. Toto zboží společnost HARTMANN - RICO a.s. nakoupila od společností skupiny HARTMANN, které následně zařadila do svého portfolia a distribuovala zákazníkům v České republice. Celkově byly tržby tvořeny z 68 % exportem v rámci skupiny HARTMANN, a z 32 % prodejem vlastních výrobků a distribucí zboží v tuzemsku.

Podíl výkonové spotřeby na celkových tržbách ve sledovaných letech mírně klesal, v roce 2019 dosahoval hodnoty 72,77 %. Jelikož jde o výrobní společnost, největší podíl na výkonové spotřebě má spotřeba materiálu a energie, jedná se například o elektrickou energii na provoz automatických linek. Další nákladová položka, která představuje významnou část nákladů, jsou osobní náklady. Jejich podíl na celkových nákladech byl každý rok vyšší a to z důvodů zvyšování hrubých mezd a přijímání nových pracovníků do výrobních závodů, jelikož v průběhu let došlo k rozšíření výroby operačního krytí.

Finanční výsledek hospodaření je tvořen především výnosy z dlouhodobého finančního majetku. Pro společnost výnosy z dlouhodobého finančního majetku znamenají inkasované dividendy z jejich dvou dceřiných společností, hlavně z té, co má společnost na Slovensku. Dceřiná společnost na Slovensku měla v posledních letech velké problémy s pohledávkami za státní nemocnice, což bylo jedním z důvodů nulové dividendy z dceřiné společnosti v roce 2017. Při pohledu na celkový vývoj výsledku hospodaření před zdaněním ve všech letech lze říct, že měl kolísavou tendenci. Tento trend byl způsoben kolísáním jak provozního, tak finančního výsledku hospodaření.

**Tabulka 11: Nákladovost v %**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Nákladovost (provozní náklady/tržby)* 100</b>	<b>HARTMANN - RICO a.s.</b>					
	Výkonová spotřeba	80,24	82,29	76,68	76,42	72,77
	Osobní náklady	13,50	14,30	15,04	17,17	17,39
	Úpravy hodnot v provozní oblasti	2,45	1,94	1,50	2,11	1,52
	Ostatní provozní náklady	3,14	3,72	3,24	3,14	2,75
	<b>Johnson &amp; Johnson, s.r.o.</b>					
	Výkonová spotřeba	84,35	82,24	81,94	81,63	85,84
	Osobní náklady	9,97	10,15	9,51	9,52	10,74
	Úpravy hodnot v provozní oblasti	1,18	1,15	1,57	1,09	1,59
	Ostatní provozní náklady	1,46	1,77	2,18	1,28	0,46
	<b>B. Braun Medical s.r.o.</b>					
	Výkonová spotřeba	81,44	81,32	81,60	81,86	79,89
	Osobní náklady	11,26	10,64	11,68	11,98	12,99
	Úpravy hodnot v provozní oblasti	1,02	0,94	1,06	1,07	0,99
	Ostatní provozní náklady	2,20	1,79	1,86	1,89	2,41

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností)

Tabulka Nákladovost porovnává provozní náklady k tržbám. Lze vypořádat, že v tomto průmyslovém odvětví jsou vysoké provozní náklady. Společnost HARTMANN - RICO a.s. měla v porovnání s konkurencí nejvyšší podíl osobních nákladů na celkových tržbách. V roce 2019 tento podíl činil dokonce 18,93 %, naopak společnost Johnson & Johnson, s.r.o. měla podíl osobních nákladů na celkových tržbách okolo 10 %. Společnost Johnson & Johnson, s.r.o. vykazovala nejvyšší podíl výkonové spotřeby na celkových tržbách.

### **Analýza poměrových ukazatelů**

Tato kapitola je věnována ukazatelům zadluženosti, rentability a aktiv. Bude zde provedeno srovnání výsledných hodnot s oborovými hodnotami a s hodnotami vybraných konkurenčních společností.

#### **Ukazatele rentability**

Rentabilita aktiv sleduje výnosnost, kterou společnosti přináší její celková aktiva. V roce 2017 se projevil výraznější pokles v porovnání s oborovou hodnotou, jehož příčinou byl nízký hospodářský výsledek, který byl ovlivněn nárůstem osobních nákladů a odpisů. S výjimkou roku 2015, kdy došlo k mírnému poklesu pod oborovou hodnotu, ve všech ostatních letech na tom byla analyzovaná společnost lépe, než je pro tento trh obvyklé. Konkurenční společnost B. Braun Medical s.r.o. vykazovala nejméně příznivé hodnoty, které byly výrazně nízké. Johnson

& Johnson, s.r.o. byl na tom o něco lépe. Je zřejmé, že HARTMANN - RICO a.s. má v porovnání s konkurencí nejlepší hodnoty, s výjimkou roku 2017.

Společnost HARTMANN - RICO a.s. měla ve všech analyzovaných letech hodnoty rentability vlastního kapitálu vyšší, než hodnoty rentability aktiv. Nejvyšší hodnota byla zaznamenána v roce 2014, kdy ziskovost vlastního kapitálu dosáhla 23,9 %. Stejně jako u ukazatele rentability aktiv byly zjištěny kolísavé výsledné hodnoty. Kromě let 2015 a 2017 dosahoval HARTMANN - RICO a.s. ve všech pozorovaných letech příznivějších hodnot, než odvětví. Jak již bylo zmíněno, nízká rentabilita vlastního kapitálu v roce 2017 byl důsledek poklesu hospodářského výsledku. Konkurenční společnosti vykazovaly velmi podobné výsledky rentability aktiv jako společnost HARTMANN - RICO a.s.

Rentabilita tržeb podává informace o zisku společnosti, který přináší tržby z prodeje. Ve všech letech rentabilita tržeb měla nižší hodnoty, než odvětví. Při pohledu na oborové hodnoty je jednoznačné, že jsou vyšší než výsledky společnosti HARTMANN - RICO a.s. B. Braun Medical s.r.o. měla opět nejhorší hodnoty.

**Tabulka 12: Ukazatele rentability v %**

Ukazatele rentability v %		2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ROA - HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b><math>\frac{\text{EAT}}{\text{AKTIVA}}</math></b>	<b>18,17</b>	<b>10,46</b>	<b>17,50</b>	<b>6,88</b>	<b>13,70</b>	<b>14,10</b>
ROA - Johnson & Johnson, s.r.o.		5,20	5,69	10,58	8,06	2,87	1,80
ROA - B. Braun Medical s.r.o.		5,15	6,94	5,07	3,92	5,24	6,16
ROA – obor		14,01	11,20	11,71	10,40	8,02	7,61
<b>ROE - HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b><math>\frac{\text{EAT}}{\text{VK}}</math></b>	<b>23,92</b>	<b>14,83</b>	<b>23,39</b>	<b>9,59</b>	<b>19,08</b>	<b>19,36</b>
ROE - Johnson & Johnson, s.r.o.		14,76	13,10	18,55	14,20	4,68	3,40
ROE - B. Braun Medical s.r.o.		7,19	10,41	8,08	6,31	8,13	9,88
ROE – obor		18,57	16,51	18,06	14,79	11,49	9,64
<b>ROS - HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b><math>\frac{\text{EAT}}{\text{TRŽBY}}</math></b>	<b>13,24</b>	<b>9,40</b>	<b>12,43</b>	<b>11,35</b>	<b>7,96</b>	<b>7,89</b>
ROS - Johnson & Johnson, s.r.o.		2,79	3,24	5,36	5,07	1,80	1,34
ROS - B. Braun Medical s.r.o.		2,91	3,77	2,82	2,23	2,69	3,26
ROS – obor		16,86	11,97	15,83	14,62	10,59	9,68

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a dle MF, b)

#### Ukazatele zadluženosti

Ukazatel celkové zadluženosti, nazýván jako ukazatel věřitelského rizika je považován za nejdůležitější ukazatel zadluženosti. Oborové hodnoty se pohybovaly v průměru okolo 46 %. Hodnoty společnosti HARTMANN - RICO a.s. v analyzovaných letech byly stabilní a pohybovaly se pod hodnotami odvětví. Důvodem těchto nižších hodnot je, že společnost měla nízké dlouhodobé závazky, které byly tvořeny pouze odloženým daňovým závazkem.

Z výsledných hodnot lze tedy zjistit, že financovala většinu svého majetku vlastními zdroji. Z pohledu věřitele se nejedná o negativní informaci a společnost by mohla využít financování prostřednictvím úvěrů. Společnost B. Braun Medical s.r.o. je na tom obdobně, taktéž využívala převážně vlastní kapitál a neměla žádné dlouhodobé závazky. Společnost Johnson & Johnson, s.r.o. se nejvíce blížila k oborovým hodnotám. Z výsledků je jednoznačné, že při porovnání s konkurencí je HARTMANN - RICO a.s. nejméně zadlužená společnost.

Hodnoty úrokového krytí sahaly ve všech letech do rapidně vysokých čísel. V roce 2016 bylo úrokové krytí nejnižší, přesto však zisk společnosti HARTMANN - RICO a.s. převýšil placené úroky téměř 200 krát. Tyto vysoké hodnoty jsou připisovány především tomu, že společnost financovala své činnosti primárně ze svých zdrojů a neměla téměř žádné úvěry. Konkurenční společnosti vykazovaly také velmi vysoké hodnoty, důvodem bylo nevyužívání dlouhodobých úvěrů.

**Tabulka 13: Ukazatele zadluženosti v %**

<b>Ukazatele zadluženosti v %</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>celková zadluženost = cizí zdroje/celková aktiva</b>						
<b>Celková zadluženost HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b>24,02</b>	<b>29,46</b>	<b>25,18</b>	<b>28,28</b>	<b>28,18</b>	<b>27,16</b>
Johnson & Johnson, s.r.o.	64,75	56,57	42,98	43,27	38,58	47,07
B. Braun Medical s.r.o.	28,30	33,37	37,35	37,83	35,48	37,65
Obor	41,98	47,24	49,10	45,39	46,20	37,98
<b>koeficient samofinancování = vlastní kapitál/celková aktiva</b>						
<b>Koeficient samofinan. HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b>75,98</b>	<b>70,54</b>	<b>74,82</b>	<b>71,72</b>	<b>71,82</b>	<b>72,84</b>
Johnson & Johnson, s.r.o.	35,25	43,43	57,02	56,73	61,42	52,93
B. Braun Medical s.r.o.	71,70	66,63	62,65	62,17	64,52	62,35
Obor	58,02	52,76	50,90	54,61	53,80	62,02
<b>Úrokové krytí é provozní výsledek hospodaření/nákladové úroky</b>						
<b>Úrokové krytí HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b>791,49</b>	<b>244,04</b>	<b>194,08</b>	<b>359,18</b>	<b>484,61</b>	<b>231,34</b>
Johnson & Johnson, s.r.o.	35,78	355,42	14166,31	50909,50	103,13	12,27
B. Braun Medical s.r.o.	1599,60	13999,14	580,35	122,64	244,25	140,51
Obor	20,17	26,03	38,85	26,10	22,00	33,83

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a dle MF, b)

#### Ukazatele řízení aktiv

Oborové hodnoty obratu aktiv se pohybují v rozmezí od 0,71 do 0,93. Z tabulky lze zjistit, že tržby převyšovaly aktiva v průměru 1,8 krát, z čehož plyne, že společnost HARTMANN - RICO a.s. v porovnání s oborovými hodnotami nakládala se svými aktivy efektivněji. Obrat

stálých aktiv vykazoval uspokojivé hodnoty. Konkurenční společnosti vykazovaly velmi podobné hodnoty jako společnost HARTMANN - RICO a.s.

Počet obrátů zásob celkem za rok, tedy počet kolikrát byly během roku zásoby prodány a zase naskladněny byl u společnosti HARTMANN - RICO a.s. v průměru okolo 6, což je pro daný trh obvyklé. Konkurenční společnosti vykazovaly lepší hodnoty, než měla společnost HARTMANN - RICO a.s., i než je obvyklé pro dané odvětví, především společnost Johnson & Johnson, která například během roku 2014 prodala a opětovně naskladnila své zásoby 12 krát.

Společnost HARTMANN - RICO a.s. má dobu obratu zásob téměř odpovídající odvětví. Obě konkurenční společnosti měli počet dnů, kdy byly zásoby vázány k podniku o několik dní kratší. Pozitivně lze zhodnotit, že počet obrátů zásob společnosti HARTMANN - RICO a.s. se ve sledovaných letech zvyšoval a doba obratu zásob se snižovala, ovšem kromě roku 2015 kdy došlo k opačnému vývoji.

Obecně je pro společnost žádoucí, aby doba obratu pohledávek byla co nejkratší. Společnost HARTMANN - RICO a.s. ve všech pozorovaných letech vykazovala ve srovnání s konkurencí nejlepší výsledky, které rovněž odpovídaly oborovým hodnotám. Společnost vystavuje obvykle faktury s 60 denní lhůtou, často vystavuje i faktury, jejichž doba splatnosti je 14 dní, stanovení doby splatnosti, se řídí typem odběratele. Konkurenční hodnoty jsou mnohem delší, tato situace je častým problémem odvětví výroby lékařských a dentálních nástrojů a potřeb, jelikož velmi často bývají v této oblasti odběratelé státní zařízení, jako jsou nemocnice, které mívají horší platební morálku.

Z hlediska ukazatele doby obratu závazků udává společnost HARTMANN - RICO a.s. dobrou platební morálku, což lze vidět i při porovnání s hodnotami odvětví a konkurencí. Je však zřejmé, že společnost dříve platí své závazky, než inkasuje pohledávky. Průměrná hodnota doby obratu závazků společnosti HARTMANN - RICO a.s. v pozorovaných letech byla 31 dnů, takže doba obratu závazků nepokryla ani dobu obratu pohledávek, ani dobu obratu zásob. Avšak v posledních 3 letech došlo u společnosti HARTMANN - RICO a.s. k mírnému zhoršení platební morálky, kdy začala své závazky hradit o pár dní později.

Tabulka 14: Ukazatele řízení aktiv

Ukazatele řízení aktiv			2014	2015	2016	2017	2018	2019
Počet obrátů aktiv	$\frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$	HARTMANN - RICO a.s.	1,82	1,85	1,87	1,83	1,57	1,79
		Johnson & Johnson, s.r.o.	1,86	1,76	1,97	1,59	1,60	1,34
		B. Braun Medical s.r.o.	1,77	1,84	1,80	1,76	1,95	1,89
		Obor	0,81	0,93	0,74	0,71	0,76	0,79
Počet obrátů zásob	$\frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$	HARTMANN - RICO a.s.	6,27	5,66	6,71	6,75	6,83	7,03
		Johnson & Johnson, s.r.o.	12,86	9,33	11,22	8,77	8,82	9,19
		B. Braun Medical s.r.o.	9,52	10,66	8,56	8,75	10,19	9,6
		Obor	6,86	7,15	6,06	6,16	6,24	6,47
Doba obrátu zásob	$\frac{\text{zásoby}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$	HARTMANN - RICO a.s.	57,39	63,61	53,67	53,36	52,73	51,2
		Johnson & Johnson, s.r.o.	28,00	38,60	32,10	41,03	40,79	39,17
		B. Braun Medical s.r.o.	37,80	33,78	42,07	41,14	35,34	37,44
		Obor	52,47	50,32	59,37	58,42	57,73	55,64
Doba obrátu pohledávek	$\frac{\text{pohledávky z obchodních vztahů}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$	HARTMANN - RICO a.s.	61,31	72,20	60,71	61,35	61,80	59,70
		Johnson & Johnson, s.r.o.	102,08	114,83	95,93	72,78	72,78	73,76
		B. Braun Medical s.r.o.	126,02	104,40	111,66	117,25	101,53	113,93
		Obor	99,76	83,12	100,77	78,81	91,49	85,06
Doba obrátu závazků	$\frac{\text{závazky z obchodních vztahů}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$	HARTMANN - RICO a.s.	27,70	27,31	28,35	34,94	34,79	35,01
		Johnson & Johnson, s.r.o.	61,19	47,39	44,39	39,92	53,02	34,85
		B. Braun Medical s.r.o.	33,36	44,61	47,68	49,80	39,01	40,70
		Obor	71,88	67,95	176,62	155,00	100,25	107,60

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a dle MF, b)

#### Ukazatele likvidity

Běžná likvidita společnosti HARTMANN - RICO a.s. ve všech analyzovaných letech vykazovala vyšší hodnoty než je pro odvětví obvyklé, a to především v roce 2016, kdy oběžná aktiva převyšovala krátkodobé závazky 3,16 krát. Společnost měla tedy vyšší oběžná aktiva v poměru s krátkodobými cizími závazky, než je pro daný trh běžné. Důvodem byly vysoké krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů ve všech sledovaných letech. Společnost rovněž eviduje poměrně velkou část pohledávek k ovládané nebo ovládající osobě, které jsou důsledkem uplatňování cash-poolingu, v rámci něhož se poskytují půjčky mezi podniky ve skupině. Konkurenční společnost B. Braun Medical s.r.o. rovněž udávala hodnoty vyšší než odvětví, její hodnoty byly kromě roku 2014 stabilnější a stejně jako společnost HARTMANN - RICO a.s. nereagovala na výrazný pokles odvětví v roce 2016. Běžná likvidita společnosti Johnson & Johnson, s.r.o. v jednotlivých letech rostla a s oborovými hodnotami se příliš neshodovala, měla spíše rostoucí tendenci způsobenou snižováním krátkodobých závazků.



Pohotová likvidita vykazovala téměř symetrický vývoj, který se projevil u běžné likvidity. V porovnání s odvětvím se hodnoty společnosti v letech 2014 a 2015 vyskytovaly v téměř přijatelné výši. Následující roky se objevil velký pokles oborových hodnot, z důvodu rapidního nárůstu krátkodobých závazků.

U okamžité likvidity byla zkoumaná společnost ve všech letech pod hodnotami odvětví. Nízká likvidita je způsobena již zmiňovaným cash-poolingem. Společnost HARTMANN - RICO a.s. využívá v rámci skupiny tzv. reálný cash-pooling. Společnost vzniklé pohledávky z titulu cash-poolingu vykazuje v rámci přehledu o peněžních tocích, jako součást položky Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním. Tyto pohledávky nepovažuje za peněžní ekvivalent, tedy za krátkodobý likvidní finanční majetek pohotově a snadno směnitelný za peněžní prostředky, to vysvětluje tak nízké hodnoty okamžité likvidity. Avšak reálný cash-pooling využívaný v rámci skupiny HARTMANN zajišťuje společnosti HARTMANN - RICO a.s. likviditu. Konkurenční společnost Johnson & Johnson, s.r.o. dle svých účetních závěrek rovněž využívá reálný cash-pooling, jelikož je součástí skupiny podniku Johnson & Johnson Inc, stejně tak společnost B. Braun Medical s.r.o. je členem skupiny B. Braun Familienholdin9 SE Et Co. KG, která reálný cash-pooling uplatňuje.

**Tabulka 15: Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity		2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Běžná likvidita - HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b>oběžná aktiva krátkodobé závazky</b>	<b>3,27</b>	<b>2,79</b>	<b>3,16</b>	<b>2,64</b>	<b>2,42</b>	<b>2,59</b>
Johnson & Johnson, s.r.o.		1,62	1,84	2,42	2,36	2,56	2,08
B. Braun Medical s.r.o.		3,42	2,55	2,24	2,40	2,62	2,48
Obor		2,63	2,38	1,06	1,02	1,77	1,58
<b>Pohotová likvidita - HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b>peněžní prostředky + krátkodobé pohledávky krátkodobé závazky</b>	<b>1,94</b>	<b>1,56</b>	<b>1,97</b>	<b>1,63</b>	<b>1,40</b>	<b>1,59</b>
Johnson & Johnson, s.r.o.		1,35	1,45	1,94	1,87	2,05	1,75
B. Braun Medical s.r.o.		2,67	1,98	1,62	1,64	1,82	1,70
Obor		1,90	1,64	0,72	0,64	1,19	1,07
<b>Okamžitá likvidita - HARTMANN - RICO a.s.</b>	<b>peněžní prostředky krátkodobé závazky</b>	<b>0,06</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,06</b>	<b>0,07</b>	<b>0,11</b>
Johnson & Johnson, s.r.o.		0,12	0,02	0,03	0,04	0,02	0,01
B. Braun Medical s.r.o.		0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
Obor		0,52	0,41	0,15	0,13	0,28	0,28

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a dle MF, b)

## Shrnutí finanční analýzy

Ve finanční analýze byly zjištěny převážně dobré výsledky, díky kterým lze společnost označit za finančně zdravý podnik. Výkyvy v rozvaze způsobovaly především změny v zásobách, které se následně odrazily na vývoji krátkodobých závazků. Největší výnosovou položkou byly tržby

z prodeje výrobků a služeb, a náklady nejvíce zastupovala složka spotřeba materiálu a energie, jejíž vývoj byl rovněž ovlivněn změnami v logistice. Společnost neměla téměř žádné dlouhodobé závazky a využívala k financování především vlastní kapitál. Nízká zadluženost poukazuje na stabilitu společnosti. Při analýze ukazatelů likvidity bylo zjištěno, že společnost má velmi nízké hodnoty okamžité likvidity, avšak důvodem je, že společnost uplatňuje v rámci skupiny reálný cash-pooling, který likviditu společnosti zajišťuje. Ukazatele řízení aktiv odhalily, že společnost hradila své závazky mnohem dříve, než inkasovala pohledávky, to znamená, že společnost má dobrou platební morálku v rámci svých závazků.

### **3.5 SWOT analýza**

Silnou stránkou společnosti je její dlouholetá zkušenost, jelikož její kořeny sahají až do roku 1891. Za tuto dobu působení si vytvořila na trhu velmi dobré jméno a vybudovala si dlouhodobé a silné obchodní vztahy, a to s dodavateli i odběrateli. Velká část obchodních vztahů je právě dlouhodobá a ke změnám dochází pouze v obchodních podmínkách. V rámci strategie se společnost udržuje neustálý kontakt se zdravotnickým prostředím, aby držela krok s nejaktuálnějšími potřebami lékařů a ostatních zdravotnických pracovníků a zařízení. Právě díky dlouhodobým obchodním vztahům a velmi nízké zadluženosti lze hovořit o stabilní společnosti. Potvrzují to i dlouhotrvající pracovní poměry zaměstnanců především v oblasti obchodu a administrativy. Společnost HARTMANN - RICO a.s. je součástí skupiny HARTMANN, v rámci které uzavírá smlouvy o spolupráci se společnostmi ve skupině, což může nést určité výhody, jedná se například o smlouvu o cash pooling, která společnosti zajišťuje likviditu. Mezi slabé stránky podniku lze zařadit vysokou závislost na některých svých odběratelích a v případě odchodu některého z těchto zákazníků by se mohl dostat do jistých problémů. O likvidační následky by se nejednalo, ale tento stav by se rozhodně podepsal na velkém poklesu tržeb. Velkou příležitostí pro společnost HARTMANN - RICO a.s. by mohla být nařízení vlády související s opatřením proti šíření nemoci covid-19, dle kterých vláda nařídila povinnost nošení ochranných pomůcek, tj. nošení roušek ve všech vnitřních prostorách. Vzhledem k tomu, že hlavní odběratelé společnosti HARTMANN - RICO a.s. jsou nemocnice a lékárny, společnost zaznamenala vysoký nárůst poptávky po tomto produktu. Společnost HARTMANN - RICO a.s. by mohla rozšířit výrobu o tento produkt v některém z výrobních závodů v České Republice. Pro výrobní proces by mohla využít know-how, které aplikuje na výrobu jednorázových operačních setů a roušek pro operační sály. Stejně tak v souvislosti

s šířením viru covid-19 vzrostla poptávka po produktech na prevenci a ochranu proti nákaze jako jsou dezinfekční prostředky, které společnost distribuuje do České republiky prostřednictvím skupiny HARTMANN. To je pro společnost příležitostí navýšit objem dodávek dezinfekcí, kterými uspokojí své stávající odběratelé a popřípadě získá i nové potenciální zákazníky. Mezi další příležitosti společnosti lze zařadit technologie, které neustále přinášejí modernizaci a nový vývoj. Společnost využívá ve výrobě zařízení, jejichž vývoj se posouvá stále dopředu, a proto neustále sleduje veškeré novinky těchto technologií a snaží se do nich pravidelně investovat. Společnost HARTMANN - RICO a.s. by rozhodně měla nadále pokračovat ve sledování nových technologických trendů a investování do nových technologií, díky čemuž si může zajistit co nejnižší provozní náklady, co nejvyšší výkony a kvalitu své produkce. Rovněž má společnost příležitost inovovat své výrobky, kterou se snaží maximálně využívat. Zdravotní péče v České republice se nepřetržitě vyvíjí a zlepšuje a je zde velký prostor pro inovace. Posledním bodem SWOT analýzy jsou hrozby působící na společnost. Aktuální demografický vývoj populace ohrožuje nedostatek pracovních dělníků ve výrobě. Podle českého statistického úřadu vývoj věkové struktury obyvatel postupuje ve směru stárnutí, což má za následek nedostatek produktivních obyvatel, kteří pro společnost HARTMANN - RICO a.s. představují pracovní sílu a vzhledem k tomu, že práce ve výrobě je manuálně náročná, nedostatek práce schopných obyvatel může způsobit velký problém s nalezením a udržením schopných zaměstnanců na dělnických pozicích, a to by mohlo výrazně ovlivnit výrobu. Stejný dopad má i nízká míra nezaměstnanosti a pokles počtu obyvatel s výučním listem, což výrazně ovlivňuje dělnické profese. Za hrozbu lze označit také některé změny v legislativě, které mohou společnost značně ovlivnit. Jednou z nich je novela zákona o veřejném zdravotním pojištění č. 48/1997 Sb., která přináší zavedení nového modelu regulace úhrad zdravotnických prostředků vydávaných pojištěncům. V některých případech, kdy se úhrady od pojišťoven sníží, může být ovlivněna cena, za kterou HARTMANN - RICO a.s. své produkty prodává odběratelům. Zároveň v souvislosti s touto novelou mohou společnosti vzniknout vysoké administrativní náklady. Možnou hrozbou může být i nestabilní politická situace v České republice, kvůli které společnost HARTMANN - RICO a.s. nemá jistotu ohledně budoucího vývoje nových nařízení ministerstva zdravotnictví. S novými rozhodnutími vlády mohou přijít změny pro ekonomické subjekty, jejichž zavedení bývá finančně i časově náročné. Za hrozbu lze považovat také rostoucí inflaci, která se společnosti promítá především v podobě růstu nákladů na materiál, energie a mzdy. Společnost využívá k výrobě výrobní zařízení a stroje, které mají vysokou spotřebu energie, takže rostoucí inflace může vést k vysokým nákladům těchto vstupů. Ze zpracovaných analýz vychází, že společnost HARTMANN - RICO a.s. se

nachází v dobrém finančním stavu a lze předpokládat jeho dlouhotrvající pokračování. Proto je možné sestavit návrh ocenění podniku výnosovou metodou.

## 4 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

V této kapitole bude provedeno rozdělení aktiv na provozně potřebné a provozně nepotřebné, aby následně mohla být zpracována analýza a prognóza generátorů hodnoty, tedy tržeb, ziskové marže, pracovního kapitálu a investic do provozně nutného kapitálu.

### 4.1 Rozdělení majetku na provozně potřebný a provozně nepotřebný

Pro správné ocenění podniku je třeba vybrat pouze ty aktiva, která jsou považována za provozně nutná. Aktiva provozně nutná jsou aktiva, která jsou vázána k hlavní podnikatelské činnosti podniku, opakem jsou provozně nepotřebná aktiva. Zároveň v rámci členění majetku na provozně potřebný a nepotřebný je nezbytné vyčlenit náklady a výnosy související s majetkem provozně nepotřebným. Hlavní důvod členění aktiv je, aby při výsledném ocenění podniku nenastalo jeho podhodnocení nebo nadhodnocení. Po rozdělení majetku je vhodné zjistit výši investovaného kapitálu do provozně nutného majetku. Tento ukazatel je totiž důležitým východiskem pro další výpočty oceňování podniku. Investovaný kapitál provozně nutný se určí, jako součet dlouhodobého majetku provozně nutného a pracovního kapitálu provozně nutného.

Tabulka 16: Provozně nepotřebný majetek v tis. Kč

Provozně nepotřebný majetek v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Neprovozní dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9 628</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>326</b>
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	9 628	0	0	326
<b>Neprovozní dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>15 421</b>	<b>26 541</b>	<b>47 233</b>	<b>93 086</b>	<b>228 217</b>	<b>20 442</b>
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	374	0	1 841	45 712	93 579	285
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	15 047	26 541	45 392	47 374	134 638	20 157
<b>Neprovozní dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>186</b>
Ostatní dlouhodobé cenné papíry	186	186	186	186	186	186

(Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazu HARTMANN – RICO a.s.)

Z dlouhodobého nehmotného majetku byl vyčleněn nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek. Z dlouhodobého hmotného majetku byly také vyčleněny poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Dlouhodobý finanční majetek se skládá z podílů ovládaných osob a z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů. Podíly z ovládaných osob jsou tvořeny podílem v dceřiné společnosti HARTMANN - RICO spol. s r.o. na Slovensku a podílem v dceřiné společnosti SANICARE s.r.o. v České republice. Tato položka bude ponechána v provozně nutném majetku, protože je zde propojena základní podnikatelská činnosti podniku s dceřinými společnostmi. Ostatní dlouhodobé cenné papíry jsou investice pouze s portfoliovým charakterem, bez přímé vazby

k hlavní činnosti společnosti, proto byly vyčleněny z provozně potřebných aktiv, a to ve výši 186 000 Kč.

Další zkoumanou položkou jsou peněžní prostředky, ty by měl každý podnik udržovat v takové výši, aby zajistil svůj provoz. Okamžitá likvidita společnosti je velmi nízká, tudíž je zřejmé, že společnost neudržuje stavy peněžních prostředků vyšší, než je provozně nutné a proto není třeba peněžní prostředky upravovat. Oběžná aktiva obsahují malou část zastaralých zásob, jedná se o zboží nebo výrobky, které se po určitou dobu neprodaly, později se prodávají za plnou cenu, se slevou, nebo se likvidují, ale to je v zásadě považováno za provozní záležitost. Nedobytné pohledávky se odepisují dle účetních a daňových pravidel, dokud existují, dělají se na ně opravné položky.

**Tabulka 17: Provozně potřebný majetek v tis. Kč**

<b>Provozně potřebný majetek v tis. Kč</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	13 705	8 900	4 615	11 366	8 973	15 217
Dlouhodobý hmotný majetek	583 453	552 585	531 776	575 341	637 619	863 176
Podíly ovládaná nebo ovládající osoba	641	641	641	641	641	641
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>597 799</b>	<b>562 126</b>	<b>537 032</b>	<b>587 348</b>	<b>647 233</b>	<b>879 034</b>
Zásoby	625 797	742 292	657 206	633 211	679 511	673 706
Pohledávky	882 865	930 094	1 094 459	994 759	894 220	1 007 185
Provozně nutná výše peněz	30 050	2 633	3372	31 705	39 865	70 517
Ostatní aktiva	3 629	3 949	3 920	3 977	5 036	2 380
Krátkodobé závazky neúročené	476 930	631 175	554 688	627 556	668 998	677 653
Ostatní pasiva	368	446	1 259	736	1 296	2 307
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>1 065 043</b>	<b>1 047 347</b>	<b>1 203 010</b>	<b>1 035 360</b>	<b>948 338</b>	<b>1 073 828</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>1 662 842</b>	<b>1 609 473</b>	<b>1 740 042</b>	<b>1 622 708</b>	<b>1 595 571</b>	<b>1 952 862</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN - RICO a.s.)

Pro účely zjištění výše korigovaného provozního výsledku hospodaření byly vyloučeny náklady a výnosy, které jsou spojené s provozně nepotřebným majetkem. Z provozního výsledku hospodaření byl vyloučen zisk z prodeje majetku, jehož výpočet byl proveden jako rozdíl tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, a zůstatkové ceny tohoto majetku. Výsledek hospodaření z prodeje majetku není generován z hlavní činnosti společnosti HARTMANN - RICO a.s. a jeho vyloučením se docílilo výsledné hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření, jinými slovy výsledku hospodaření z provozně nutného kapitálu.

**Tabulka 18: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč**

<b>b) Korigovaný provozní VH v tis. Kč</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Provozní VH z výsledovky	176 462	132 302	265 628	225 709	291 443	263 551
VH z prodeje majetku	8 405	11 297	4 899	-601	-7 159	-1 036
<b>Korigovaný provozní VH</b>	<b>184 867</b>	<b>143 599</b>	<b>270 527</b>	<b>225 108</b>	<b>284 284</b>	<b>262 515</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

## 4.2 Prognóza tržeb

Jak již bylo zmíněno, společnost HARTMANN - RICO a.s. obchoduje na tuzemském trhu, ale zároveň je i významným exportérem, takže velká část tržeb plyne právě ze zahraničí. Proto bude prognóza tržeb provedena odděleně pro tuzemsko a export. Nejprve tedy bylo provedeno rozdělení tržeb podle jednotlivých zemí, odkud tržby pocházejí. Data obsažená v tabulce níže poukazují na to, že z českého trhu plyne okolo 32 % celkových tržeb. Teritoriální struktura tržeb je v průběhu let stabilní, největší část exportu je směřována do Německa, odkud plyne téměř stejný podíl tržeb jako z českého trhu, dále je okolo 13 % tvořeno vývozem do Francie a okolo 10 % na Slovensko, zbytek odbytu je rozptýlen mezi ostatní evropské země. Je tedy zřejmé, že kromě tuzemského trhu je pro společnost velmi významný i trh německý.

**Tabulka 19: Teritoriální struktura tržeb dle zemí v tis. Kč a v procentuálním vyjádření**

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Česká republika</b>	1 247 323	1 341 174	1 394 676	1 400 480	1 443 644	1 490 648
	31,70%	31,93%	31,64%	32,78%	31,12%	31,47%
<b>Německo</b>	1 209 198	1 286 649	1 356 030	1 292 119	1 437 935	1 460 943
	30,73%	30,63%	30,76%	30,25%	31,00%	30,84%
<b>Francie</b>	537 421	571 844	602 680	574 275	639 082	649 308
	13,66%	13,61%	13,67%	13,44%	13,78%	13,71%
<b>Slovensko</b>	403 066	428 883	452 010	430 706	479 312	486 981
	10,24%	10,21%	10,25%	10,08%	10,33%	10,28%
<b>Ostatní evropské země</b>	537 421	571 844	602 680	574 275	639 082	649 308
	13,66%	13,61%	13,67%	13,44%	13,78%	13,71%
<b>Tržby celkem</b>	<b>3 934 430</b>	<b>4 200 394</b>	<b>4 408 076</b>	<b>4 271 855</b>	<b>4 639 056</b>	<b>4 737 188</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

### 4.2.1 Vymezení relevantního trhu

Společnost HARTMANN - RICO a.s. své výrobky dodává jak na tuzemském trhu, tak i do zahraničí svým sesterským společnostem v Německu, Francii a dalším zemím evropské unie, dále pak své dceřiné společnosti na Slovensko, proto z hlediska územního můžeme relevantní

trh rozdělit na dva a to český trh a zahraniční. Zákazníky společnosti jsou zdravotnická zařízení, především nemocnice a lékárny, dále maloobchody se spotřebním zbožím, například drogerie. Stanovení relevantního trhu pro tuzemské tržby z věcného hlediska je určeno na základě zařazení společnosti do odvětvové klasifikace CZ-NACE. Předmětem podnikání HARTMANN - RICO a.s. je výroba a distribuce zdravotnických prostředků a hygienických výrobků a proto patří do oddílu CZ-NACE 32 Zpracovatelský průmysl. Tento oddíl zahrnuje šest různých výrobních skupin s odlišnými výrobními technologiemi, používaným vstupními surovinami i samostatnými finálními produkty. HARTMANN - RICO a.s. se řadí do skupiny CZ-NACE 32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb. Toto odvětví vyžaduje vysoké nároky na kvalitu výrobků, hygienu a povrchovou úpravu. Tyto výrobky jsou z pohledu kvality života považovány za nezastupitelné. Z územního hlediska je relevantním trhem celá Česká republika, jelikož společnost působí po celé zemi. Pro tuzemské tržby je tedy relevantním trhem CZ-NACE 32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v České republice. (Ministerstvo průmyslu a obchodu)

Relevantním trhem pro export společnosti HARTMANN - RICO a.s. je z věcného hlediska trh se zdravotnickými prostředky, ten lze stejně jako u tuzemského trhu zařadit podle klasifikace produkce NACE do skupiny C32.5 Lékařské a dentální nástroje a potřeby. Vzhledem k tomu, že HARTMANN - RICO a.s. exportuje především do zemí Evropské unie, lze z územního hlediska stanovit velikost relevantního trhu na státy Evropské unie, a to na Německo, Francii a Slovensko. Relevantním trhem pro zahraniční tržby společnosti HARTMANN - RICO a.s. bude považován trh C32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v Německu, Francii a na Slovensku. (Eurostat)

### **Tržní podíl v rámci českého trhu**

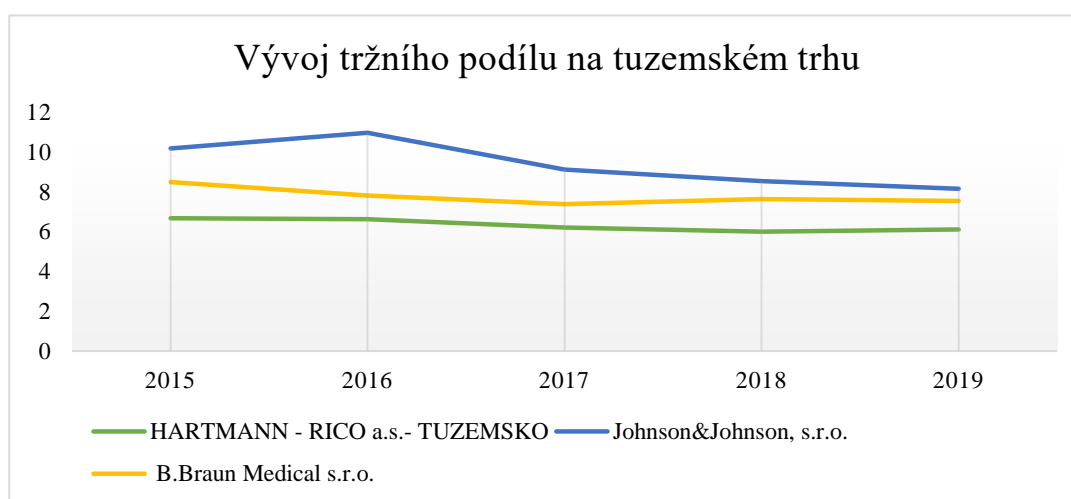
Pro stanovení tržního podílu v rámci českého trhu byly u jednotlivých společností vyčleněny tuzemské tržby, které byly porovnány s tržbami odvětví CZ - NACE 32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb. Je zřejmé, že společnost HARTMANN - RICO a.s. v porovnání s konkurenčními společnostmi vykazuje nejnižší podíl na tuzemském trhu, a to okolo 7 %. Společnost B. Braun Medical s.r.o. pokrývá 8 % trhu a společnost Johnson & Johnson, s.r.o. sice v roce 2014 zastupovala 11% podíl na trhu, ovšem v průběhu let měla klesající tendenci a její aktuální tržní podíl je pouhých 8 %.



**Tabulka 20: Vývoj tuzemských tržeb oceňované společnosti, konkurence a odvětví**

	2015	2016	2017	2018	2019
Relevantní trh pro tuzemsko	20 125 711	21 094 415	22 590 313	24 099 647	24 445 365
HARTMANN - RICO a.s. - tuzemsko	1 341 174	1 394 676	1 400 480	1 443 644	1 490 648
<b>Tržní podíl – HARTMANN - RICO</b>	<b>6,66%</b>	<b>6,61%</b>	<b>6,20%</b>	<b>5,99%</b>	<b>6,10%</b>
Johnson&Johnson, s.r.o. - tuzemsko	2 046 001	2 310 208	2 055 671	2 054 927	1 987 207
<b>Tržní podíl Johnson&amp;Johnson</b>	<b>10,17%</b>	<b>10,95%</b>	<b>9,10%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,13%</b>
B.Braun Medical s.r.o. – tuzemsko	1 704 589	1 643 430	1 662 698	1 837 491	1 838 721
<b>Tržní podíl - B.Braun Medical</b>	<b>8,47%</b>	<b>7,79%</b>	<b>7,36%</b>	<b>7,62%</b>	<b>7,52%</b>

Zdroj: (Vlastní zpracování dle účetních výkazů)



Graf 2: Vývoj tržního podílu HARTMANN – RICO a.s. a konkurence na českém trhu  
(Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů)

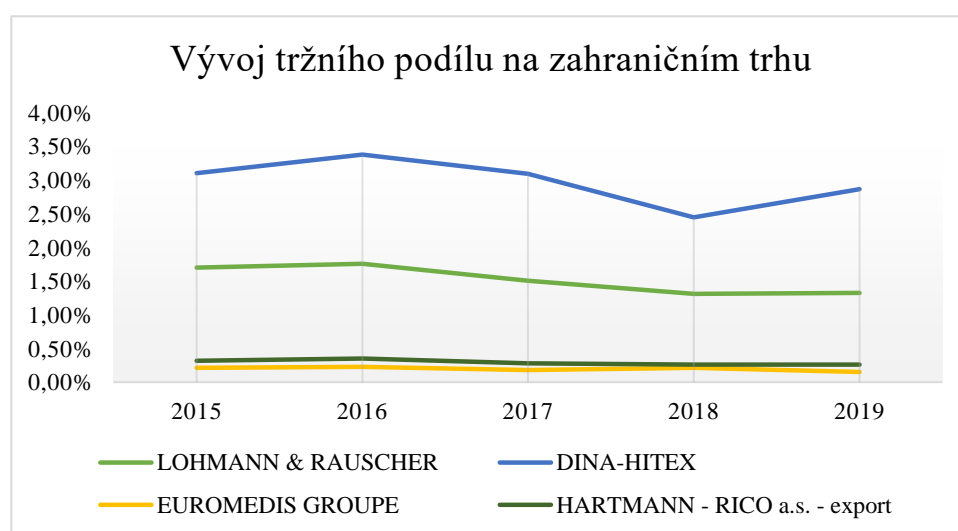
### Tržní podíl v rámci zahraničního trhu

Tržní podíl společnosti HARTMANN-RICO a.s. na zahraničním trhu, byl srovnán s mezinárodními konkurenčními podniky, působícími také v odvětví zdravotnických prostředků. Relevantní trh je již zmíněné odvětví NACE 32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v Německu, Francii a na Slovensku, jelikož právě do těchto zemí společnost HARTMANN - RICO a.s. exportuje. Nejvyšší tržní podíl měla společnost DINA-HITEX SK SPOL. s ro, který vykazoval okolo 3 %. Naopak společnost HARTMANN - RICO a.s. zastupovala na trhu pouze okolo 0,3 %.

**Tabulka 21: Vývoj tržeb z exportu oceňované společnosti, konkurence a odvětví**

	2015	2016	2017	2018	2019
Relevantní trh - export	919 801 717	921 619 847	1 034 566 460	1 293 376 069	1 301 562 478
HARTMANN-RICO	2 980 852	3 228 200	2 871 375	3 342 636	3 413 442
<b>Tržní podíl H-R</b>	<b>0,32%</b>	<b>0,35%</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,26%</b>
LOHMANN & RAUSCHER	15 654 039	16 213 488	15 583 053	16 931 029	17 247 404
<b>Tržní podíl L&amp;R</b>	<b>1,70%</b>	<b>1,76%</b>	<b>1,51%</b>	<b>1,31%</b>	<b>1,33%</b>
DINA-HITEX SK	28 531 663	31 111 927	31 966 882	31 615 885	37 293 931
<b>Tržní podíl D-H</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,38%</b>	<b>3,09%</b>	<b>2,44%</b>	<b>2,87%</b>
EUROMEDIS GROUPE	1 954 890	2 106 013	1 851 295	2 782 324	1 972 099
<b>Tržní podíl EG</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,23%</b>	<b>0,18%</b>	<b>0,22%</b>	<b>0,15%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů a databáze Orbis)



Graf 3: Vývoj tržního podílu společnosti HARTMANN - RICO a.s. a konkurence na zahraničním trhu (Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů a databáze Orbis)

#### 4.2.2 Prognóza tržeb český trh

Za relevantní trh společnosti HARTMANN - RICO a.s. v rámci českého trhu bylo stanoveno na základě klasifikace ekonomických činností odvětví CZ - NACE 32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v České republice. Historický vývoj tržeb odvětví byl vzat z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu, který každý rok vystavuje tyto data jako Panorama zpracovatelského průmyslu. Pro účely sestavení prognózy tržeb relevantního trhu CZ - NACE 32.5 bude sestavena analýza časových řad a regresní analýza. U analýzy časových řad je predikce určena na základě dosavadního vývoje tržeb odvětví v jednotlivých

letech. U regresní analýzy je vývoj trhu popsán v závislosti na vybraných makroekonomických proměnných, jejichž data jsou dostupná na serveru Ministerstva financí České republiky.

Pro provedení regresní analýzy bylo nejprve potřeba určit vhodné národohospodářské faktory, které mohou ovlivňovat vývoj tržeb odvětví, jsou prognózovány Ministerstvem financí České republiky a Českým statistickým úřadem. Proto byly vybrány ukazatele HDP v běžných cenách, meziroční růst reálného HDP, spotřeba domácností, deflátor HDP, počet narozených dětí a počet obyvatel starších 65 let. Vývoj relevantního trhu je provázán s celkovým ekonomickým vývojem, který lze vyčíslit na základě vývoje hrubého domácího produktu v České republice, proto byl ukazatel HDP vybrán jako jeden z makroekonomických faktorů, na základě něhož by mohla být stanovena prognóza tržeb relevantního trhu. Sortiment, který se vyrábí v odvětví výroby lékařských a dentálních nástrojů a potřeb směřuje prostřednictvím maloobchodů spotřebního zboží a lékáren u volně prodejného zboží do domácností, proto byla za proměnou zvolena spotřeba domácností. Dalšími vybranými ukazateli, které mohou ovlivnit vývoj tržeb v odvětví zdravotnických prostředků, jsou počet nově narozených dětí a počet osob starších 65 let. Vyšší počet obyvatel v důchodovém věku vede ke zvyšování potřeby zdravotnické péče těchto obyvatel a tím i ke zvyšování poptávky po zdravotnických prostředcích, proto byl do výběru možných proměnných, které by mohli ovlivňovat vývoj odvětví zařazen ukazatel počtu obyvatel v České republice starších 65 let. Stejně tak je poptávka po zdravotnických prostředcích v České republice ovlivněna vývojem počtu obyvatel, na který má vliv počet nově narozených dětí.

Na základě Personova korelačního koeficientu bylo posouzeno, že vývoj tržeb v odvětví zdravotnických prostředků nejvíce závisí na vývoji hrubého domácího produktu v běžných cenách. Toto tvrzení se odvíjí od výše korelačního koeficientu ukazatele HDP, který byl zjištěn ve výši 0,93620246, a prokázal tak největší vzájemných vztah mezi proměnnou a tržbami odvětví, jelikož se nejvíce blíží k 1.

**Tabulka 22: Pearsonův korelační koeficient vybraných makroekonomických ukazatelů pro český trh**

Pearsonův korelační koeficient	
HDP v běžných cenách	<b>0,93620246</b>
HDP reálné - meziroční růst	0,3015986
Spotřeba domácností	0,66382465
Deflátor HDP	0,80875246
Počet obyvatel starších 65 let	0,909202238
Počet narozených dětí	0,794765317

(Zdroj: vlastní zpracování dle makroekonomické predikce ministerstva financí)

Pro sestavení regresní analýzy byl vybrán za vysvětlující proměnnou hrubý domácí produkt v běžných cenách, jelikož prokázal nejsilnější závislost. Na základě vybrané proměnné byl vytvořen lineární, exponenciální, kvadratický a logaritmický trend. Kvalita regresního modelu byla posouzena na základě indexu determinace, podle kterého byl za nejvhodnější zvolen logaritmický trend, u kterého byl zjištěn index determinace ve výši 88 %, což znamená, že model vysvětluje 88 % dat. Tuto hodnotu indexu determinace lze označit za dostatečně vysvětlující, avšak pro kvalitní výběr funkce, bude zkoumána i analýza časových řad.

**Tabulka 23: Regresní analýza a její vývojové trendy pro tuzemské tržby**

Regresní analýza	2020	2021	2022	2023
<b>Lineární trend</b>	25 455 613	26 406 752	27 372 810	28 379 898
Lineární funkce	$y = 3729,95560x + 3400385,56115$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,87648</b>			
<b>Exponenciální trend</b>	26 111 982	27 338 455	28 643 149	30 069 588
Exponenciální funkce	$y = 9007470,61278e^{0,00018x}$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,84185</b>			
<b>Kvadratický trend</b>	25 452 770	26 384 126	27 324 242	28 298 305
Kvadratická funkce	$y = 15676,44649x^{0,85118}$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,84791</b>			
<b>Logaritmický trend</b>	25 162 680	25 914 176	26 646 604	27 378 763
Logaritmická funkce	$y = 17798954,04755\ln(x) - 129419608,62676$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,87875</b>			

(Zdroj: vlastní zpracování dle MPO)

Dále byla sestavena analýza časových řad, u které bylo za nezávisle proměnnou stanoveno časové období. Pro účely výběru vhodné funkce potřebné pro prognózu tržeb byl zkoumán lineární a logaritmický trend. U obou trendů analýzy časových řad byl zjištěn rostoucí vývoj tržeb odvětví a vysoký index determinace, který vysvětluje více hodnot, než tomu bylo u regresního modelu.

**Tabulka 24: Analýza časových řad a její vývojové trendy**

<b>Analýza časových řad</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Lineární trend</b>	25 345 152	26 244 939	27 144 726	28 044 513
Lineární funkce	$y = 899\,787,06667x - 1\,792\,224\,722,55556$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,93991</b>			
<b>Logaritmický trend</b>	25 341 006	26 238 332	27 135 214	28 031 652
Logaritmická funkce	$y = 1\,813\,046\,120,79767\ln(x) - 13\,773\,486\,121,18000$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,93989</b>			

(Zdroj: vlastní zpracování dle MPO)

Na základě porovnání indexu determinace bylo rozhodnuto, že pro účely stanovení prognózy tržeb odvětví bude použita analýza časových řad a její lineární trend, který vysvětluje 93,99 % hodnot.

**Tabulka 25: Prognóza tuzemských tržeb**

	<b>Rok</b>	<b>Tržby relevantního trhu v tis. Kč</b>	<b>Index růstu tržeb trhu</b>	<b>Tržby podniku v tis. Kč, český trh</b>	<b>Index růstu tržeb podniku</b>	<b>Tržní podíl v %</b>	<b>Index změny tržního podílu</b>
<b>Skutečnost</b>	<b>2011</b>	16 504 172		1 219 141		7,39%	
	<b>2012</b>	19 198 537	1,16325	1 211 809	0,99399	6,31%	0,85449
	<b>2013</b>	19 189 128	0,99998	1 188 520	0,98078	6,19%	0,98080
	<b>2014</b>	20 359 663	1,0605	1 247 323	1,04948	6,13%	0,98960
	<b>2015</b>	20 125 711	0,98851	1 341 174	1,07524	6,66%	1,08774
	<b>2016</b>	21 094 415	1,04813	1 394 676	1,03989	6,61%	0,99214
	<b>2017</b>	22 590 313	1,07091	1 400 480	1,00416	6,20%	0,93767
	<b>2018</b>	24 099 647	1,06681	1 443 644	1,03082	5,99%	0,96626
	<b>2019</b>	24 445 365	1,01435	1 490 648	1,03256	6,10%	1,01796
<b>Plán</b>	<b>2020</b>	25 345 152	1,03681	1 512 028	1,01434	5,97%	0,97833
	<b>2021</b>	26 244 939	1,0355	1 531 781	1,01306	5,84%	0,97833
	<b>2022</b>	27 144 726	1,03428	1 549 969	1,01187	5,71%	0,97833
	<b>2023</b>	28 044 513	1,03315	1 566 649	1,01076	5,59%	0,97833

(Zdroj: vlastní zpracování)

Lineární model analýzy časových řad predikuje v letech 2020 až 2023 rostoucí vývoj tržeb relevantního trhu. Očekávané budoucí tržby společnosti závisí na rychlosti růstu trhu a současně na tom, jak se společnost na daném růstu trhu podílí, to znamená, že závisí na tržním podílu. Tržní podíl na českém trhu byl zjištěn jako podíl tuzemských tržeb analyzované společnosti vůči tržbám relevantního trhu C-NACE 32,5. Následně byla provedena prognóza tuzemských tržeb společnosti HARTMANN - RICO a.s., která se vypočítala jako součin indexu prognózovaných tržeb odvětví a indexu růstu tržního podílu.

#### 4.2.3 Prognóza tržeb export

Jak již bylo zmíněno v kapitole Vymezení relevantního trhu společnosti, je z věcného hlediska relevantním trhem společnosti HARTMANN - RICO a.s. trh se zdravotnickými prostředky. Pro stanovení prognózy zahraničních tržeb společnosti HARTMANN - RICO a.s. bude za relevantní trh považován trh NACE C 32.5. Výroba lékařských a dentální nástrojů a potřeb v Německu, Francii a na Slovensku. Tržby jednotlivých zemí dle klasifikace NACE byly převzaty z internetových stránek Eurostatu, kde jsou dostupná data o tržbách dle odvětví a jednotlivých zemí Evropské unie.

Historický vývoj exportu v odvětví NACE C 32.5 byl zjištěn z internetových stránek Eurostatu, kde byly převzaty hodnoty tržeb pro odvětví Výroby lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v letech 2011 až 2019 v Německu, Francii a na Slovensku, a následně byly tyto tržby sečteny. Stejně jako u prognózy tuzemských tržeb, bude pro účely sestavení prognózy tržeb relevantního trhu NACE C 32.5. sestavena analýza časových řad a regresní analýza. U analýzy časových řad je predikce určena na základě dosavadního vývoje tržeb odvětví v jednotlivých letech. U regresní analýzy je vývoj trhu popsán v závislosti na vybraných makroekonomických proměnných, jejichž data jsou dostupná na serveru Evropské centrální banky pod sekci Makroekonomické projekce, na oficiálních internetových stránkách Evropské unie a na internetových stránkách Eurostatu.

Pro provedení regresní analýzy byly určeny vhodné národohospodářské faktory, které jsou prognózovány na serveru Evropské centrální banky pod sekci Makroekonomické projekce, na oficiálních internetových stránkách Evropské unie a na internetových stránkách Eurostatu. Proto byly vybrány ukazatele HDP zemí Evropské unie v běžných cenách, meziroční růst reálného HDP EU, spotřeba domácností v zemích evropské unie, průměrná délka života obyvatel v EU a vývoj populace v EU. Stejně jako u prognózy tuzemských tržeb se vývoj hrubého domácího produktu odráží ve vývoji relevantního trhu, avšak vzhledem k tomu, že relevantní trh je zaměřen na země EU, závisí na celkovém ekonomickém vývoji evropské unie, který lze vyjádřit prostřednictvím vývoje hrubého domácího produktu Evropské unie. Vzhledem k tomu, že je zkoumán trh zdravotnických prostředků v Evropské unie, lze za významné ukazatele, které mají vliv na vývoj tohoto relevantního trhu označit demografické ukazatele, a to průměrná délka života obyvatel žijících na území Evropské unie a vývoj počtu celkové populace v Evropské unie, větší počet obyvatel vede k růstu potřeby zdravotnické péče, se kterou souvisí zdravotnické prostředky.

Následně se pomocí Pearsonova korelačního koeficientu stanovil ukazatel s největší závislosti na tržbách relevantního trhu CZ - CPA 32. Následující tabulka zobrazuje zjištěné korelační koeficienty jednotlivých faktorů. Největší závislost k relevantnímu trhu byla vysledována u ukazatele vývoje počtu obyvatel v Evropské unii, jelikož korelační koeficient tohoto faktoru je nejvyšší, jeho hodnota je 0,88970055.

**Tabulka 26: Pearsonův korelační koeficient vybraných makroekonomických ukazatelů pro zahraničí**

<b>Pearsonův korelační koeficient pro export</b>	
HDP EU 28 (reálný růst)	0,3384321
HDP EU 28 (v běžných cenách)	0,104302727
Výdaje na spotřebu domácností EU	0,589950439
Průměrná délka života obyvatel EU	0,857839695
Vývoj populace EU	<b>0,88971055</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle makroekonomické projekce Evropské centrální banky)

Pro sestavení regresní analýzy byl vybrán za vysvětlující proměnnou vývoj počtu obyvatel žijících v Evropské unii.

**Tabulka 27: Regresní analýza a její vývojové trendy pro exportní tržby**

<b>Regresní analýza</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Lineární trend</b>	1 286 970 999	1 301 280 835	1 325 130 561	1 363 290 123
Lineární funkce	$y = 47\,699\,452,09412x - 23\,273\,476\,883,98240$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,80468</b>			
<b>Exponenciální trend</b>	1 307 748 522	1 326 512 175	1 358 385 107	1 413 350 133
Exponenciální funkce	$y = 0,03145e^{0,04749x}$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,85198</b>			
<b>Logaritmický trend</b>	1 285 074 430	1 299 176 213	1 322 660 948	1 360 189 203
Logaritmický funkce	$y = 24\,210\,410\,922,83490\ln(x) - 149\,884\,070\,598,71500$			
Index determinace	<b>R<sup>2</sup> = 0,80305</b>			

(Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu, b)

Po stanovení vhodného ukazatele, kterým je vývoj počtu obyvatel v Evropské unii, byly opět otestovány trendy regresní analýzy a analýzy časových řad, a to lineární, exponenciální, kvadratický a logaritmický, a následně byly stanoveny jejich indexy determinace. U regresní analýzy nejvyšší hodnoty indexu determinace dosáhl exponenciální model, který vysvětloval téměř 85 % hodnot.

**Tabulka 28: Analýza časových řad a její vývojové trendy pro tuzemské tržby**

<b>Analýza časových řad</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Lineární trend</b>	1 308 953 953	1 375 889 825	1 442 825 697	1 509 761 569
Lineární funkce	$y = 66\,935\,872,283333x - 133\,901\,508\,059,733000$			
Index determinace	<b><math>R^2 = 0,842366</math></b>			
<b>Logaritmický trend</b>	1 308 589 156	1 375 330 650	1 442 039 129	1 508 714 624
Logaritmická funkce	$y = 134\,851\,186\,466,675000\ln(x) - 1\,025\,023\,939\,651,980000$			
Index determinace	<b><math>R^2 = 0,842057</math></b>			

(Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu, b)

U analýzy časových řad se index determinace pohyboval u obou funkcí okolo 84 %, což znamená, že modely časových řad vysvětlují pouze o 1 % hodnot méně, než exponenciální trend regresního modelu. Pro účely prognózy vývoje tržeb odvětví byl vybrán exponenciální trend regresního modelu, a to na základě nejvyššího indexu determinace. Avšak vzhledem k tomu, že analýza časových řad má téměř stejný index determinace a vykazuje velmi podobný vývoj tržeb odvětví, mohla by být také aplikována a pravděpodobně by byly zjištěny velmi podobné výsledné hodnoty.

Následující tabulka obsahuje prognózu tržeb odvětví NACE C 32.5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb, a prognózu tržeb ze zahraničí společnosti HARTMANN - RICO a.s. Společnost HARTMANN - RICO a.s. předpokládá na roky 2020 až 2023 růst tržeb plynoucích z exportu.

**Tabulka 29: Prognóza tržeb pro export**

	<b>Rok</b>	<b>Tržby relevantního trhu v tis. Kč</b>	<b>Index růstu tržeb trhu</b>	<b>Tržby podniku v tis. Kč, export</b>	<b>Index růstu tržeb podniku</b>	<b>Tržní podíl v %</b>	<b>Index změny tržního podílu</b>
<b>Skutečnost</b>	<b>2011</b>	781 031 031		1 923 327		0,26%	
	<b>2012</b>	794 179 369	1,01683	2 042 220	1,06181	0,25%	0,98670
	<b>2013</b>	831 993 973	1,04761	2 443 359	1,19642	0,30%	1,17544
	<b>2014</b>	890 337 374	1,07012	2 687 107	1,09976	0,33%	1,07705
	<b>2015</b>	919 801 717	1,03309	2 859 220	1,06405	0,32%	0,99546
	<b>2016</b>	921 619 847	1,00198	3 013 400	1,05392	0,35%	1,08084
	<b>2017</b>	1 034 566 460	1,12255	2 871 375	0,95287	0,28%	0,79236
	<b>2018</b>	1 293 376 069	1,25017	3 195 412	1,11285	0,26%	0,93118
	<b>2019</b>	1 301 562 478	1,00633	3 246 540	1,01600	0,26%	1,01476
<b>Plán</b>	<b>2020</b>	1 307 748 522	1,00475	3 280 075	1,01033	0,25%	1,00555
	<b>2021</b>	1 326 512 175	1,01435	3 345 604	1,01998	0,25%	1,00555
	<b>2022</b>	1 358 385 107	1,02403	3 445 006	1,02971	0,25%	1,00555
	<b>2023</b>	1 413 350 133	1,04046	3 515 887	1,02057	0,25%	1,00555

(Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostat, b)



V tabulce níže je zobrazen historický vývoj celkových tržeb společnosti HARTMANN - RICO a.s. a jejich prognóza na roky 2020, 2021, 2022 a 2023, která předpovídá budoucí rostoucí trend.

**Tabulka 30: Prognóza celkových tržeb podniku HARTMANN - RICO a.s.**

Tržby HR celkem	Rok	Tržby podniku HARTMANN-RICO a.s. v tis. Kč	Tempo růstu tržeb
Skutečnost	2011	3 142 468	
	2012	3 254 029	3,55
	2013	3 631 879	11,61
	2014	3 934 430	8,33
	2015	4 200 394	6,76
	2016	4 408 076	4,94
	2017	4 271 855	-3,09
	2018	4 639 056	8,60
	2019	4 737 188	2,12
Plán	2020	4 792 103	1,16
	2021	4 877 385	1,78
	2022	4 994 975	2,41
	2023	5 082 536	1,75

(Zdroj: vlastní zpracování)

### 4.3 Zisková marže

Další důležitý generátor hodnoty je zisková marže, která se určí z podílu korigovaného provozního výsledku hospodaření pře odpisy a daní vůči celkovým tržbám společnosti. Prognóza byla provedena způsobem shora a zdola, obě varianty výpočtu vedly ke stejné výsledné hodnotě.

#### 4.3.1 Zisková marže shora

Při stanovení ziskové marže shora se vycházelo z minulých hodnot, na základě kterých byly predikovány hodnoty budoucí ziskové marže. V letech 2015 a 2017 byl zaznamenán výraznější pokles ziskové marže, který byl způsoben nižší hodnotou výsledku hospodaření v porovnání s ostatními roky, což ovlivnilo výši ziskové marže, od roku 2018 lze sledovat opět růst ziskové marže. Vzhledem k tomu, že ve společnosti není očekávána žádná změna takto nastavených nákupních podmínek, předpokládá se, že si firma tuto obchodní marži udrží i v následujících letech. Naopak by mohlo dojít v budoucnu i k velmi mírnému nárůstu. Na základě provedené

strategické analýzy se dá usoudit, že společnost má dobrou perspektivu, takže je schopna tuto predikci naplnit a udržet.

**Tabulka 31: Zisková marže shora**

	Skutečnost						Prognóza			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Zisková marže</b>	12,53%	8,25%	12,51%	7,38%	10,82%	11,08%	11,10%	11,20%	11,2%	11,2%
Průměr	10,43%						11,18%			
<b>KPVH před odpisy a daní</b>	492 878	346 597	551 594	315 149	501 855	524 761	531 923	546 267	559 437	569 244
<b>Průměrné tempo růstu</b>	1,26%						2,06			

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

#### 4.3.2 Zisková marže zdola

Druhým způsobem, který byl použit pro zjištění a prognózu výše ziskové marže, je metoda zdola. Tento způsob je založený na výpočtu jednotlivých položek tvořících KPVH a následném výpočtu podílu těchto položek na tržbách podniku. KPVH byl vypočítán jako rozdíl jednotlivých provozních položek výnosů a nákladů, ze kterého se zjistila výše zisková marže. Postup metody ziskové marže zdola je obsáhlejší, ale současně přináší nové podrobnější údaje pro sestavení finančního plánu. V celkových tržbách jsou zahrnuty i výnosy plynoucí z dlouhodobého finančního majetku, jelikož při rozdělování majetku na provozně potřebný a nepotřebný byl dlouhodobý finanční majetek, ze kterého plynou tyto výnosy označen za provozně nutné aktivum. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku představují přijaté dividendy od dceřiných podniků, které byly v roce 2019 ve výši 166 902 tis. Kč. Položka ostatní provozní náklady zahrnuje zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku, prodaný materiál, daně a poplatky v provozní oblasti, rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období a jiné provozní náklady. Ostatní provozní výnosy skládají ze součtu položek tržby z prodaného dlouhodobého majetku, tržby z prodaného materiálu a jiné provozní výnosy.

**Tabulka 32: Zisková marže zdola - skutečnost**

	Skutečnost					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tržby za prodej zboží</b>	1 325 366	1 434 192	1 513 496	1 512 759	1 605 292	1 640 628
Podíl z tržeb	33,69%	34,14%	34,33%	35,41%	34,60%	34,63%
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	2 609 064	2 766 202	2 894 580	2 759 096	3 033 764	3 096 560
Podíl z tržeb	66,31%	65,86%	65,67%	64,59%	65,40%	65,37%
<b>Výkonová spotřeba</b>	3 156 861	3 456 638	3 380 070	3 264 403	3 539 083	3 447 472
Podíl z tržeb	80,24%	82,29%	76,68%	76,42%	76,29%	72,77%
<b>Osobní náklady</b>	531 164	600 525	663 068	733 634	806 905	896 769
Podíl z tržeb	13,50%	14,30%	15,04%	17,17%	17,39%	18,93%
<b>Ostatní provozní náklady</b>	92 262	112 661	102 400	99 483	113 528	152 917
Podíl z tržeb	2,34%	2,68%	2,32%	2,33%	2,45%	3,23%
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	127 480	140 939	138 440	126 641	134 307	169 023
Podíl z tržeb	3,24%	3,36%	3,14%	2,96%	2,90%	3,57%
<b>Výnosy z DFM</b>	211 422	121 632	214 800	0	147 224	166 902
Podíl z tržeb	5,37%	2,90%	4,87%	0,00%	3,17%	3,52%
<b>KPVH před odpisy</b>	<b>492 878</b>	<b>346 597</b>	<b>551 594</b>	<b>315 149</b>	<b>501 855</b>	<b>524 761</b>
<b>Zisková marže</b>	<b>12,53%</b>	<b>8,25%</b>	<b>12,51%</b>	<b>7,38%</b>	<b>10,82%</b>	<b>11,08%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Následující tabulka obsahuje sestavenou prognózu ziskové marže na roky 2020 až 2023, která byla stanovena metodou shora. Budoucí hodnoty tržeb jsou převzaty z provedené prognózy tržeb, která byla vypočítána v předchozí části. Společnost v posledních třech letech rozšiřuje výrobu a investuje tak do nových automatických strojů na výrobu operačního krytí a plánuje v rozšiřování nadále pokračovat. S tím souvisí předpoklad, že výkonová spotřeba poroste, jelikož se očekává, že dojde k vyšší spotřebě materiálu a energií. V předpokladu růstu výkonové spotřeby do budoucna je zahrnut i vliv rostoucí inflace, na základě které je očekáváno zdražování cen vstupů, jako je právě materiál potřebný pro výroby a spotřeba energie, která je vynaložena na výrobu pomocí automatických strojů. Rozšíření výroby sebou přináší i vyšší mzdové náklady na nové zaměstnance do výroby, proto položka osobní náklady také předpokládá v budoucnu zvyšování. Jak již bylo zmíněno ve strategické analýzy, průměrné hrubé mzdy v České republice se každým rokem rostou a tento vývojový trend je předpokládán i do budoucna, proto se očekává, že i společnost HARTMANN-RICO a.s. bude reagovat každoročním navyšováním mezd. Předpověď budoucích hodnot ostatních provozních nákladů a ostatních provozních výnosů vychází z aritmetických průměrů jednotlivých provozních položek z období 2014 až 2019. Zisková marže zdola se shoduje s výslednými prognózovanými hodnotami postupu ziskové marže shora.

**Tabulka 33: Zisková marže zdola - prognóza**

	Prognóza			
	2020	2021	2022	2023
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>1 651 792</b>	<b>1 681 188</b>	<b>1 721 720</b>	<b>1 751 901</b>
Podíl z tržeb	34,47%	34,47%	34,47%	34,47%
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	<b>3 140 311</b>	<b>3 196 198</b>	<b>3 273 255</b>	<b>3 330 635</b>
Podíl z tržeb	65,53%	65,53%	65,53%	65,53%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>3 564 792</b>	<b>3 628 287</b>	<b>3 715 762</b>	<b>3 794 423</b>
Podíl z tržeb	77,45%	77,45%	77,45%	77,45%
<b>Osobní náklady</b>	<b>915 955</b>	<b>932 068</b>	<b>954 540</b>	<b>958 255</b>
Podíl z tržeb	19,11%	19,11%	19,11%	19,11%
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>122 631</b>	<b>124 814</b>	<b>127 823</b>	<b>130 064</b>
Podíl z tržeb	2,56%	2,56%	2,56%	2,56%
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>153 058</b>	<b>160 906</b>	<b>164 786</b>	<b>167 674</b>
Podíl z tržeb	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%
<b>Výnosy z DFM</b>	<b>190 141</b>	<b>193 632</b>	<b>198 301</b>	<b>201 777</b>
Podíl z tržeb	3,97%	3,97%	3,97%	3,97%
<b>KPVH před odpisy</b>	<b>531 924</b>	<b>546 267</b>	<b>559 437</b>	<b>569 244</b>
<b>Zisková marže</b>	<b>11,10%</b>	<b>11,20%</b>	<b>11,20%</b>	<b>11,20%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

## 4.4 Čistý pracovní kapitál

Nadcházející generátor hodnoty popisuje změnu oběžného majetku a krátkodobých závazků ovlivňujících CF. Čistý pracovní kapitál se obecně spočítá jako rozdíl oběžného majetku a krátkodobého cizího kapitálu, avšak při využití pro plán a ocenění společnosti je potřeba pracovní kapitál modifikovat, a to tak, že od oběžných aktiv se odečtou pouze neúročené cizí zdroje a že všechny započítané položky budou uvedeny pouze v provozně nutné výši.

**Tabulka 34: Doba obrátu ve dnech - skutečnost**

	Skutečnost					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Zásoby</b>	57,26	63,62	53,67	53,36	52,73	51,20
<b>Pohledávky (celkem)</b>	80,78	79,71	89,38	83,83	69,39	76,54
<b>Krátkodobé závazky</b>	43,64	54,10	45,30	52,89	51,92	51,50
<b>Dlouhodobé závazky</b>	2,48	2,03	1,94	1,70	1,79	2,15

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

V rámci analýzy a prognózy čistého pracovního kapitálu byla použita metoda doby obratu. Z tabulky je zřejmé, že doba obratu zásob v roce 2015 se mírně odchyluje od ostatních let, důvodem jsou již zmiňované změny v logistice popsané v rámci finanční analýzy. Společnost v tomto roce nakoupila větší množství polotovarů do výroby a to vedlo ke zvýšení skladových zásob, proto byl tento rok vyňat při prognóze budoucích hodnot. U položky krátkodobých závazků byly zaznamenány pouze mírně kolísavé hodnoty, které však nebylo potřeba vyjmout při predikci budoucích hodnot, jelikož jejich výkyvy výrazně neovlivnily průměrnou hodnotu, potřebnou pro prognózu.

**Tabulka 35: Doba obratu ve dnech – prognóza**

	<b>Prognóza</b>			
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Zásoby</b>	51,02	51,02	51,02	51,02
<b>Pohledávky (celkem)</b>	76	76	76	76
<b>Krátkodobé závazky</b>	49,89	49,89	49,89	49,89
<b>Dlouhodobé závazky</b>	2,02	2,02	2,02	2,02

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Následující tabulka obsahuje hodnoty jednotlivých položek upraveného čistého pracovního kapitálu a jeho výsledné hodnoty. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu za skutečnost je stanoven jako podíl rozdílu upraveného pracovního kapitálu za roky 2014 a 2019 vůči rozdílu tržeb za roky 2014 a 2019. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu pro budoucnost byl vypočítán také jako rozdíl upraveného pracovního kapitálu za roky 2020 a 2023, dělený rozdílem tržeb za roky 2020 a 2023.

**Tabulka 36: Upravený pracovní kapitál - skutečnost**

v tis. Kč	<b>Skutečnost</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Zásoby	625 797	742 292	657 206	633 211	679 511	673 706
Pohledávky	882 865	930 094	1 094 459	994 759	894 220	1 007 185
Peněžní prostředky provozně nutné	30 050	2 633	3 372	31 705	39 865	70 517
Ostatní aktiva	3 629	3 949	3 920	3 977	5 036	2 380
Dlouhodobé závazky	27 134	23 628	23 774	20 229	23 070	28 286
Krátkodobé závazky	476 930	631 175	554 688	627 556	668 998	677 653
Ostatní pasiva	368	446	1 259	736	1 296	2 307
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>1 037 909</b>	<b>1 023 719</b>	<b>1 179 236</b>	<b>1 015 131</b>	<b>925 268</b>	<b>1 045 542</b>
<b>Koefficient náročnosti růstu tržeb</b>	<b>0,95%</b>					

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Prognóza doby obratu jednotlivých položek byla zjištěna jako aritmetický průměr zjištěných hodnot z let 2014 až 2019, při predikci byly zahrnuty všechny analyzované roky, jelikož nebyly zjištěny žádné výrazné rozdíly. Pro prognózu provozně nutných peněz měla provozně nutná likvidita stanovenou maximální výši na 10 %. Výše provozně nutných peněžních prostředků byla následně zjištěna jako součin provozně nutné likvidity a krátkodobých závazků. Prognóza zásob, krátkodobých a dlouhodobých závazků a pohledávek se vypočítala součinem predikované doby obratu dané položky a predikovaných denních tržeb. Pro úplný výpočet upraveného ČPK bylo potřeba sestavit prognózu i ostatních položek (časové rozlišení aktiv a časové rozlišení pasiv). Zde byly prognózované hodnoty uvažovány ve stejné výši, jako byly v roce 2019. Výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tabulka 37: Upravení pracovní kapitál – prognóza**

v tis. Kč	Prognóza			
	2020	2021	2022	2023
Zásoby	678 881	690 963	707 621	720 026
Pohledávky	1 011 666	1 029 670	1 054 495	1 072 980
Peněžní prostředky provozně nutné	69 106	70 336	72 032	73 294
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	2 380	2 380	2 380	2 380
Dlouhodobé závazky	26 831	27 309	27 967	28 458
Krátkodobé závazky	664 093	675 911	692 207	704 341
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	2 307	2 307	2 307	2 307
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>1 068 802</b>	<b>1 087 822</b>	<b>1 114 046</b>	<b>1 133 574</b>
<b>Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kapitálu</b>	<b>1,73%</b>			

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Dále bylo potřeba porovnat přírůstek upraveného ČPK s přírůstkem tržeb prostřednictvím koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu. V minulosti se koeficient rovnal poměrně nízké hodnotě 0,95 %, prognóza koeficientu se zvýšila na 1,73 %. Výpočet koeficientu je odvozen od rozdílu tržeb prvního a posledního roku analyzovaného období.

## 4.5 Dlouhodobý majetek a investice

Poslední generátor hodnoty, který byl použit v rámci ocenění společnosti, jsou investice do dlouhodobého majetku. Investiční náročnost byla pro dosažení přesných hodnot vyčíslena jednotlivě za samostatné movité věci, stavby a dlouhodobý nehmotný majetek. Netto investice zastupují rozdíl stavu majetku ke konci roku běžnému a stavu majetku ke konci roku předchozímu. Brutto investice byly zjištěny jako součet investic netto a odpisu.

## Výpočet koeficientu náročnosti za minulé období

Výpočet investiční náročnosti růstu tržeb za minulé období byl proveden jako podíl součtu investic netto příslušné položky vůči přírůstku tržeb od roku 2014 až do 2019, přírůstek tržeb mezi roky 2014 až 2019 činil 802 758 tis. Kč.

**Tabulka 38: Investiční náročnost - nehmotný majetek**

Nehmotný majetek v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stav majetku ke konci roku	13 705	8 900	4 615	11 366	8 973	15 217
Odpisy		1 904	1 072	791	1 389	1 346
Investice netto		-4 805	-4 285	6 751	-2 393	6 244
Investice brutto (odpis + investice netto)		-2 901	-3 213	-7 542	-1 004	7 590
<b>Investiční náročnost růstu tržeb</b>	<b>0,18835%</b>					

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Nejprve byl stanoven koeficient investiční náročnosti růstu tržeb dlouhodobého nehmotného majetku za minulé období, který se vypočítal jako podíl součtu netto investic do nehmotného majetku vůči přírůstku tržeb. Investiční náročnost nehmotného dlouhodobého majetku představuje 0,18835 %.

**Tabulka 39: Investiční náročnost - stavby**

Stavby v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stav majetku ke konci roku	310 961	294 716	289 352	318 266	379 359	495 436
Odpisy		43 206	35 494	48 719	38 897	16 899
Investice netto		-16 245	-5 364	28 914	61 093	116 077
Investice brutto		26 961	30 130	77 633	99 990	132 976
<b>Investiční náročnost růstu tržeb</b>	<b>1,30999%</b>					

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Tabulka výše zobrazuje koeficient náročnosti staveb, která byla vypočítána analogicky s výpočtem investiční náročnosti dlouhodobého nehmotného majetku. Investiční náročnost staveb dosahuje hodnoty 1,30999 %.

**Tabulka 40: Investiční náročnost - samostatné movité věci**

Samostatné movité věci v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stav majetku ke konci roku	260 944	246 618	231 175	245 970	247 344	356 824
Odpisy		36 256	29 701	38 924	30 061	27 098
Investice netto		-14 326	-15 443	14 795	1 374	109 480
Investice brutto		21 930	14 258	53 719	31 435	136 578
<b>Investiční náročnost růstu tržeb</b>	<b>0,72473%</b>					

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Rovněž koeficient náročnosti samostatných movitých věcí se vypočítal stejným způsobem jako, tomu bylo u předchozích položek. Koeficient investiční náročnosti samostatných movitých věcí činí 0,72473 %.

### Odhad investic pro budoucí období

Odhad investic netto pro růst tržeb v prognózovaném období 2020 - 2023 byl odvozen podle minulých let 2014 - 2019. V následující tabulce lze vidět odhad investic budoucího období, který je vyčíslen součinem příslušného koeficientu náročnosti a přírůstků prognózovaných tržeb, který byl zjištěn ve výši 290 433 tis. Kč.

**Tabulka 41: Odhad investic netto**

<b>Majetek</b>	<b>Minulý koeficient náročnosti</b>	<b>Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2020 - 2022</b>
Nehmotný majetek	0,18835%	547
Stavby	1,30999%	3 805
Samostatné movité věci	0,72473%	2 105
<b>Celkem</b>	<b>2,22307%</b>	<b>6 457</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Předpokládaný koeficient náročnosti pro budoucí období je 2,22307 %, očekávané investice celkem 6 457 tis. Kč.

### Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů

Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů zaznamenává hodnoty majetku k datu ocenění a jeho odpisy, a dále uvádí hodnoty prognózovaného majetku, který se rovněž odepisuje. U položky dlouhodobý nehmotný majetek je předpokládána doba odepisování 4 roky, u staveb je to 30 let a u samostatných movitých věcí se předpokládá 6 let. Nové odpisy jsou vyčísleny pomocí podílu pořizovací hodnoty k 31. 12. předcházejícího roku vůči době odepisování nehmotného majetku. Nové investice brutto představují součet celkových odpisů a nové investice netto. Zůstatková hodnota zastupuje částku netto dlouhodobého nehmotného majetku, která bude použita ve finančním plánu v rozvaze.



**Tabulka 42: Plán dlouhodobého nehmotného majetku, jeho investic a odpisů**

<b>Nehmotný majetek v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Původní odpisy	1 346	1 346	1 346	1 346	1346
Původní zůstatková hodnota	15 217	13 871	12 525	11 179	9833
Nové investice netto		680	0	0	0
Nové investice brutto		2 026	1 852	2 315	2 894
Pořizovací hodnota k 31.12.		2 026	3 878	6 194	9 088
Odpisy (1/4 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	506	970	1 548
Celkem odpisy	1 346	1 346	1 852	2 315	2 894
<b>Zůstatková hodnota</b>	<b>15 217</b>	<b>15 897</b>	<b>15 897</b>	<b>15 897</b>	<b>15 897</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Nejprve byl sestaven plán pro dlouhodobý nehmotný majetek, jeho investice a odpisy. Společnost HARTMANN - RICO a.s. eviduje ke konci roku 2019 neodepsaný dlouhodobý nehmotný majetek ve výši 15 217 mil. Kč, který bude v letech 2020 až 2023 odepisován dle posledního zaznamenaného odpisu v roce 2019 ve výši 1 346 mil. Kč. Společnost začala v roce 2019 investovat do nového softwarového vybavení, do kterého ještě plánuje investovat 547 000 Kč. U položky dlouhodobý nehmotný majetek je předpokládána doba odepisování po dobu 4 let.

**Tabulka 43: Plán staveb, jeho investic a odpisů**

<b>Stavby v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Původní odpisy	16 899	16 899	16 899	16 899	16 899
Původní zůstatková hodnota	495 436	478 537	461 638	444 739	427 840
Nové investice netto		951	951	951	951
Nové investice brutto		17 850	18 445	19 060	19 695
Pořizovací hodnota k 31. 12.		17 850	36 296	55 356	75 051
Odpisy (1/30 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	595	1 210	1 845
Celkem odpisy	16 899	16 899	17 494	18 109	18 744
<b>Zůstatková hodnota</b>	<b>495 436</b>	<b>496 387</b>	<b>497 339</b>	<b>498 290</b>	<b>499 241</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Tabulka výše obsahuje plán staveb, jeho investic a odpisů v letech 2020 až 2022. Společnost eviduje ke konci roku 2019 neodepsané stavby ve výši 495 436 tis. Kč., které budou v letech 2020 až 2023 odepisovány dle posledního zaznamenaného odpisu v roce 2019 ve výši 16 899 tis. Kč. Společnost plánuje rozšiřovat v následujících čtyřech letech výrobu, s čímž souvisí i zvětšování výrobních prostor a výstavba nové výrobní haly. Investice do staveb v letech 2020 až 2023 je plánována ve výši 3 805 000 Kč a je rozvržena rovnoměrně do jednotlivých

prognózovaných let v konstantních částkách ve výši 951 000 Kč. Předpokládaná doba odepisování staveb je 30 let.

**Tabulka 44: Plán samostatných movitých věcí, jeho investic a odpisů**

<b>Samostatné movité věci v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Původní odpisy	21 657	21 657	21 657	21 657	21 657
Původní zůstatková hodnota	356 824	335 167	313 510	291 853	270 196
Nové investice netto		526	526	526	526
Nové investice brutto		22 183	25 880	30 194	35 226
Pořizovací hodnota k 31. 12.		22 183	48 064	78 258	113 484
Odpisy (1/6 z pořizovací hodnoty k 1.1.)		0	3 697	8 011	13 043
Celkem odpisy	21 657	21 657	25 354	29 668	34 700
<b>Zůstatková hodnota</b>	<b>356 824</b>	<b>357 350</b>	<b>357 877</b>	<b>358 403</b>	<b>358 929</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Společnost zaznamenává ke konci roku 2019 neodepsané samostatné movité věci v hodnotě 356 824 tis. Kč, které jsou tvořeny převážně výrobními stroji a zařízeními. S navyšováním výrobních kapacit, které společnost plánuje v letech 2020 až 2023, souvisí investice do nového výrobního zařízení, které bude třeba pořídit, proto společnost plánuje investovat do samostatných movitých věcí 2 105 000 Kč. Investice je rovnoměrně rozvržena do jednotlivých let v konstantních částkách 526 000 tis. Kč.

**Tabulka 45: Plán pozemky**

<b>Pozemky v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Zůstatková hodnota</b>	<b>10 916</b>	<b>10 916</b>	<b>10 916</b>	<b>10 916</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Vzhledem k tomu, že nemáme žádné informace o tom, že by do budoucna byly předpokládány investice do pozemků, z toho důvodu jsou plánované pozemky vyčísleny na základě posledního známého roku 2019.

**Tabulka 46: Celkové investice do dlouhodobého majetku**

<b>Celkem v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Odpisy	39 902	39 902	44 701	50 092	56 339
Zůstatková hodnota	878 393	880 551	882 028	883 506	884 983
Celkové investice netto do DM		2 158	1 478	1 478	1 478
Celkové investice brutto do DM		42 059	46 178	51 569	57 816

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Tabulka výše obsahuje zjištěné hodnoty vycházející ze sestavených plánů. Odpisy zobrazují celkovou sumu odpisů nehmotného dlouhodobého majetku, samostatných movitých věcí a

staveb jednotlivých let. Zůstatková hodnota představuje součet zůstatkové hodnoty samostatných movitých věcí, dlouhodobého nehmotného majetku, staveb a pozemků. Celkové netto investice do dlouhodobého majetku zastupují odhadovanou částku, která bude investována do dlouhodobého majetku v letech 2020 až 2023. Společnost HARTMANN - RICO a.s. v posledních letech investovala do automatizace procesů a plánuje nadále pokračovat ve střednědobém investování. Společnost plánuje několik etap investic do nových výrobních zařízení, výstavby nové výrobní haly, a také do vybudování moderního sociálního zázemí pro zaměstnance.

#### 4.5.1 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Provedení analýzy rentability provozně potřebného investovaného kapitálu je nezbytnou součástí předběžného ocenění na základě generátorů hodnoty. Aktuálně máme provedenou predikci investic a odpisů, proto bylo možné vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění a odpisech. Obrat investovaného provozně nutného kapitálu byl vypočítán jako součin investovaného provozně nutného kapitálu z předešlého roku a celkových tržeb. Hodnoty rentability investovaného kapitálu byly vypočítány jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření po odpisech a po zdanění za daný rok, pro který byla rentability zjišťována, vůči provozně nutnému investovanému kapitálu za předcházející rok.

**Tabulka 47: Rentabilita investovaného kapitálu - skutečnost**

	Skutečnost					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
KPVH po odpisech a po dani	353 877	233 093	431 336	176 798	375 058	423 070
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	8,99%	5,55%	9,79%	4,14%	8,08%	8,93%
Investovaný kapitál provozně nutný k 31.12.	1 662 842	1 609 473	1 740 042	1 622 708	1 595 571	1 952 862
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného		2,53	2,74	2,46	2,86	2,97
<b>Rentabilita investovaného kapitálu</b>		<b>14,02%</b>	<b>26,80%</b>	<b>10,16%</b>	<b>23,11%</b>	<b>26,52%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Nadcházející tabulka obsahuje hodnoty prognózované rentability investovaného kapitálu, která vykazuje v následujících prognózovaných letech klesající vývoj. Investovaný kapitál provozně nutný byl zjištěn jako součet již dříve zjištěného modifikovaného pracovního kapitálu a zůstatkové hodnoty dlouhodobého majetku.

**Tabulka 48: Rentabilita investovaného kapitálu - prognóza**

	Prognóza			
	2020	2021	2022	2023
KPVH po odpisech a po dani	429 338	437 667	444 455	447 561
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	8,96%	8,97%	6,95%	6,95%
Investovaný kapitál provozně nutný k 31.12.	1 949 353	1 969 850	1 997 552	2 018 557
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	2,45	2,50	2,54	2,54
<b>Rentabilita investovaného kapitálu</b>	<b>21,99%</b>	<b>22,45%</b>	<b>22,56%</b>	<b>22,41%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

#### 4.6 Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty

Na základě provedené prognózy generátorů hodnoty bylo provedeno předběžné ocenění společnosti HARTMANN - RICO a.s. Výchozími faktory předběžného ocenění byly zisková marže po odpisech a po dani, tempo růstu tržeb, náročnost růstu tržeb na růst pracovního kapitálu a růst dlouhodobého majetku, a kalkulovaná úroková míra. V první řadě se určila zisková marže po dani a odpisech pro jednotlivé predikované roky.

**Tabulka 49: Zisková marže po dani a odpisech - prognóza**

	2020	2021	2022	2023
Zisková marže před odpisy	11,10%	11,20%	11,20%	11,20%
Podíl odpisů na tržbách	0,83%	0,92%	1,00%	1,11%
Zisková marže po odpisech	10,27%	10,28%	10,20%	10,09%
<b>Zisková marže po dani</b>	<b>8,32%</b>	<b>8,33%</b>	<b>8,26%</b>	<b>8,17%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Výpočet hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s. byl uskutečněn na základě následujícího vzorce.

$$H = \frac{FCF_t}{i - g} = \frac{X_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZMX} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (K_{\check{C}PK} + K_{DMX})}{i - g},$$

,kde

FCF<sub>t</sub> - volné peněžní toky pro 1. budoucí rok následující po datu ocenění

i - kalkulovaná úroková míra (diskontní míra). (Mařík, 2018, s. 172-173).

**Tabulka 50: Předběžná hodnota podniku brutto**

<b>Generátor hodnoty</b>	<b>Označení</b>	<b>Hodnota</b>
Tempo růstu tržeb	G	2,78%
Zisková marže po odpisech a po dani	r <sub>ZM</sub>	8,30%
Náročnost růstu tržeb na:		
růst pracovního kapitálu	k <sub>ČPK</sub>	1,73%
růst dlouhodobého majetku	k <sub>DM</sub>	2,22%
investice netto celkem		3,95%
Kalkulovaná úroková míra	I	10,72%
<b>Hodnota podniku brutto</b>		<b>5 025 275 tis.Kč</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Tempo růstu tržeb bylo stanoveno na základě průměrného tempa růstu tržeb za období 2020 až 2023, které činilo 2,78 %. Vzhledem k tomu, že ještě nebyla stanovena hodnota WACC, byla výše kalkulované úrokové míry uvažována na úrovni průměrné hodnoty WACC pro odvětví CZ-NACE 32,5 v období 2014 až 2019, tedy 10,72 %. Na základě předběžného ocenění hodnota podniku brutto představuje 5 025 275 tis. Kč.

## 5 Návrh finančního plánu

V této části práce je navržen finanční plán oceňované společnosti HARTMANN - RICO a.s., který se skládá z plánované rozvahy, výkazu zisku a ztrát a plánovaných peněžních toků pro období 2020 až 2023. Do výkazů jsou zapracovány některé vyčíslené hodnoty z kapitoly generátorů hodnoty.

**Tabulka 51: Finanční plán výkazu zisku a ztrát**

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT v tis. Kč	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Tržby celkem</b>	<b>4 737 188</b>	<b>4 792 103</b>	<b>4 877 385</b>	<b>4 994 975</b>	<b>5 082 536</b>
<b>Tržby tuzemsko</b>	<b>1 223 973</b>	<b>1 351 295</b>	<b>1 426 348</b>	<b>1 423 165</b>	<b>1 493 200</b>
Tržby z prodeje výrobků a služeb – tuzemsko	211 571	250 849	255 409	261 832	256 668
Tržby za prodej zboží – tuzemsko	1 012 402	1 100 446	1 170 939	1 161 333	1 236 532
<b>Tržby z exportu</b>	<b>3 246 540</b>	<b>3 279 488</b>	<b>3 340 752</b>	<b>3 424 762</b>	<b>3 497 454</b>
Tržby za prodej výrobků a služeb - export	2 884 989	2 898 986	2 953 134	3 027 397	3 095 264
Tržby za prodej zboží – export	361 551	380 502	387 618	397 365	402 189
Výkonová spotřeba	3 447 472	3 533 102	3 596 584	3 683 294	3 760 879
Odpisy	39 902	39 902	44 701	50 092	56 339
Osobní náklady	896 769	915 955	932 068	954 540	958 255
Provozní výnosy z dlouhodobého fin. majetku	166 902	158 451	161 441	165 334	168 232
Ostatní provozní výnosy	169 023	153 058	160 906	164 786	167 674
Ostatní provozní náklady	152 917	122 631	124 814	127 823	130 064
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>484 859</b>	<b>492 022</b>	<b>501 567</b>	<b>509 345</b>	<b>512 906</b>
Nákladové úroky	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852
Výnosové úroky	63	63	63	63	63
<b>Výsledek hospodaření z neprovozního majetku</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
<b>Celkový výsledek hospodaření před daní</b>	<b>483 070</b>	<b>490 233</b>	<b>499 778</b>	<b>507 556</b>	<b>511 117</b>
Daň	61 156	62 456	63 672	64 663	65 116
<b>Výsledek hospodaření za účetní období po daní</b>	<b>373 848</b>	<b>427 777</b>	<b>436 106</b>	<b>442 894</b>	<b>446 001</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Tržby z prodeje výrobku a služeb a tržby za prodej zboží byly zjištěny na základě prognózy korigovaných tržeb provedené v předchozí části. Výkonová spotřeba, osobní náklady, ostatní provozní výnosy, ostatní provozní náklady a provozní výnosy z dlouhodobého finančního majetku jsou převzaty z výpočtů provedených v rámci analýzy generátorů hodnoty. Výkonová spotřeba předpokládá do budoucna nárůst, především vlivem inflace, která se promítá do zvyšování nákladů na materiál a energie. Společnost také plánuje navyšování výroby, s tím rovněž souvisí i větší spotřeba materiálu a energií. U osobních nákladů je předpovídán do budoucna nárůst vlivem neustále rostoucí průměrné hrubé mzdy a zvyšování počtu zaměstnanců. Výše odpisů plyne z plánovaných investic do dlouhodobého majetku. Položka

nákladové úroky, které jsou hrazeny v rámci skupiny HARTMANN za čerpání úvěru od mateřské společnosti, jsou uvažovány do budoucna v konstantní výši. Výnosové úroky a jsou prognózovány ve stejné výši, jako byla v roce 2019, protože nejsou známy žádné okolnosti, na základě kterých by se výše výnosových úroků měla v budoucnu výrazně změnit.

**Tabulka 52: Finanční plán aktiv**

<b>AKTIVA v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2 651 396</b>	<b>2 731 896</b>	<b>2 828 933</b>	<b>2 920 468</b>	<b>2 995 864</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>899 662</b>	<b>901 820</b>	<b>903 297</b>	<b>904 775</b>	<b>906 252</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	15 217	15 897	15 897	15 897	15 897
Dlouhodobý hmotný majetek	883 618	885 096	886 573	888 051	889 528
<i>Pozemky</i>	10 916	10 916	10 916	10 916	10 916
<i>Stavby</i>	495 436	496 387	497 339	498 290	499 241
<i>Samostatné movité věci</i>	356 824	357 350	357 877	358 403	358 929
<i>Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek</i>	20 157	20 157	20 157	20 157	20 157
<i>Poskytnuté zálohy na DHM</i>	285	285	285	285	285
Dlouhodobý finanční majetek	827	827	827	827	827
<i>a) Provozně potřebný</i>	641	641	641	641	641
<i>b) Provozně nepotřebný</i>	186	186	186	186	186
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 751 408</b>	<b>1 830 077</b>	<b>1 925 636</b>	<b>2 015 693</b>	<b>2 089 612</b>
<i>Zásoby</i>	673 706	678 881	690 963	707 621	720 026
<i>Pohledávky</i>	1 007 185	1 011 666	1 029 670	1 054 495	1 072 980
<i>Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)</i>	70 517	139 529	205 003	253 577	296 606
<i>a) Provozně potřebné</i>	70 517	69 106	70 336	72 032	73 294
<i>b) Provozně nepotřebné</i>	0	70 423	134 667	181 546	223 312
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>2 380</b>	<b>2 380</b>	<b>2 380</b>	<b>2 380</b>	<b>2 380</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Při sestavování plánované rozvahy byly opět určité položky převzaty z analýzy generátorů hodnoty. Dlouhodobý nehmotný majetek, stavby, samostatné movité věci a pozemky jsou převedeny z plánu dlouhodobého majetku a investic. Zásoby a pohledávky byly zjištěny z generátoru čistý pracovní kapitál, prostřednictvím metody doby obratu. Peněžní prostředky vychází z plánovaných peněžních toků a dělí se na provozně potřebné a nepotřebné. Provozně potřebné peníze byly vyčísleny v analýze a prognóze generátorů hodnoty. Položky nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek, dlouhodobý finanční majetek a časové rozlišení aktiv jsou uvažovány do budoucna ve stejné výši, jaké byly na konci roku 2019.

**Tabulka 53: Finanční plán pasiv**

<b>PASIVA v tis. Kč</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2 651 070</b>	<b>2 731 896</b>	<b>2 828 933</b>	<b>2 920 468</b>	<b>2 995 864</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>1 931 310</b>	<b>2 026 825</b>	<b>2 111 566</b>	<b>2 186 146</b>	<b>2 248 918</b>
Základní kapitál	270 000	270 000	270 000	270 000	270 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	1 287 462	1 329 048	1 405 460	1 473 253	1 532 917
Výsledek hospodaření běžného úč. období	373 848	427 777	436 106	442 894	446 001
<b>Cizí zdroje</b>	<b>717 453</b>	<b>702 764</b>	<b>715 060</b>	<b>732 014</b>	<b>744 639</b>
Rezervy	11 840	11 840	11 840	11 840	11 840
Dlouhodobé závazky	28 286	26 831	27 309	27 967	28 458
Krátkodobé závazky	677 327	664 093	675 911	692 207	704 341
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 307</b>	<b>2 307</b>	<b>2 307</b>	<b>2 307</b>	<b>2307</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

V současnosti se do budoucna nepředpokládá navyšování základního kapitálu, z toho důvodu je ve finančním plánu uveden pro všechny roky ve stejné výši 270 000 tis. Kč. Společnost nevytvářela během analyzovaných let fondy ze zisku a kapitálové fondy, a ani to do budoucna nemá v plánu. Výsledek hospodaření minulých let představuje celkovou sumu položek VH minulého období a VH běžného účetního období předešlého roku. Výsledek hospodaření je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Položka rezervy se uvažuje ve stejné výši, jako byla v roce 2019 a hodnota krátkodobých závazků je určena pomocí doby obratu v analýze generátorů hodnoty.



**Tabulka 54: Finanční plán peněžních toků**

Plánovaný výkaz peněžních toků (tis.Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Stav peněžních prostředků na počátku období	39 865	70 517	139 529	205 003	253 577

<b>a) Peněžní tok z provozního majetku</b>					
<b>1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	484 859	492 022	501 567	509 345	512 906
Daň připadající na korigovaný VH	61 789	62 684	63 900	64 891	65 344
Korigovaný provozní VH po dani	423 070	429 338	437 667	444 455	447 562
<b>Úpravy o nepeněžní operace</b>	<b>39 902</b>	<b>39 902</b>	<b>44 701</b>	<b>50 092</b>	<b>56 339</b>
Odpisy dlouhodobého majetku	39 902	39 902	44 701	50 092	56 339
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0	0
<b>Úpravy oběžných aktiv</b>	<b>-160 831</b>	<b>-22 890</b>	<b>-18 267</b>	<b>-25 187</b>	<b>-18 755</b>
Změna stavu pohledávek	-185 580	-4 481	-18 004	-24 824	-18 485
Změna stavu krátkodobých závazků	14 977	-13 234	11 819	16 296	12 134
Změna stavu zásob	9 772	-5 175	-12 082	-16 659	-12 404
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>302 141</b>	<b>446 349</b>	<b>464 100</b>	<b>469 359</b>	<b>485 145</b>
<b>2) INVESTIČNÍ ČINNOST</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Nabytí dlouhodobého majetku		-42 059	-46 178	-51 569	-57 816
Peněžní tok z investiční činnosti celkem		-42 059	-46 178	-51 569	-57 816
<b>CF Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM</b>		<b>404 290</b>	<b>417 922</b>	<b>417 790</b>	<b>427 329</b>

<b>b) Peněžní tok z neprovozního majetku</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Příjmy z neprovozního majetku</b>	<b>696</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>
Výnosové úroky	63	63	63	63	63
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	633	228	228	228	228
<b>CF Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM</b>	<b>696</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>

<b>c) Finanční činnost</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Změna stavu dlouhodobých závazků	5 216	-1 455	478	658	490
<b>Zvýšení a snížení VK z vybraných operací</b>	<b>-332 262</b>	<b>-332 262</b>	<b>-351 365</b>	<b>-368 313</b>	<b>-383 229</b>
Upsání cenných papírů a účastí	0	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	-332 262	-332 262	-351 365	-368 313	-383 229
<b>CF Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM</b>	<b>-327 046</b>	<b>-333 717</b>	<b>-350 887</b>	<b>-367 655</b>	<b>-382 739</b>

<b>d) Peněžní tok celkem</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>		<b>69 012</b>	<b>65 474</b>	<b>48 574</b>	<b>43 029</b>
<b>Stav peněžních prostředků na konci období</b>	<b>70 517</b>	<b>139 529</b>	<b>205 003</b>	<b>253 577</b>	<b>296 606</b>

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Posledním plánovaným výkazem je přehled o peněžních tocích společnosti HARTMANN - RICO a.s. pro období 2020 až 2023, kde velká část jeho položek byla uvedena již v plánované

rozvaze a výkazu zisku a ztrát. Obsahem peněžního toku z provozního majetku je korigovaný výsledek hospodaření převedený z plánu výkazu zisku a ztráty, dále pak odpisy převzaté z analýzy generátorů hodnoty, a v poslední řadě upravená provozně nutná oběžná aktiva, které se rovnají meziročním změnám v plánované rozvaze. Investiční činnost zahrnuje výdaje, které byly vynaložené na pořízení dlouhodobého provozně potřebného majetku, tyto hodnoty jsou převedeny z analýzy generátorů hodnoty z celkových investic brutto. Položky nákladové a výnosové úroky vychází z plánované výsledovky. Dále bylo potřeba zjistit rozdíl celkové daně z příjmů uvedené ve výsledovce a daně připadající na korigovaný provozní výsledek hospodaření, čím byla zjištěna výše daně z příjmu, dopadající na neprovozní majetek. Součtem celkového peněžního toku a stavu peněžních prostředků na začátku období se vypočítal stav peněžních prostředků ke konci období. Pro účely zjištění peněžního toku z finanční činnosti byla prognózovaná výplata dividend a podílů na zisku. Společnost každý rok vyplácí velkou část výsledku hospodaření v podílech na zisku, z toho důvodu byla výplata dividend naplánovaná i do budoucna.

## 5.1 Finanční analýzy finančního plánu

V rámci zpracování finančního plánu byla vytvořena i jeho finanční analýza. Vzhledem k tomu, že nemáme dostupné konkurenční hodnoty, budou výsledky plánované finanční analýzy porovnávány s obecně doporučenými hodnotami nebo hodnotami z minulosti.

**Tabulka 55: Finanční analýza finančního plánu - likvidita**

Likvidita	2019	2020	2021	2022	2023
Běžná likvidita	2,59	2,72	2,78	2,81	2,83
Pohotová likvidita	1,59	1,70	1,76	1,79	1,82
Okamžitá likvidita	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

U běžné likvidity jsou obecně udávána doporučená hodnota, která se pohybuje v intervalu 1,5 až 2,5. Plánovaná běžná likvidita vykazuje ve všech letech vyšší hodnoty, než je doporučeno a každým rokem udává rostoucí trend, důvodem je, že již aktuálně je velké množství peněz uloženo v dlouhodobém majetku, jako jsou budovy a stroje a neplánuje se jejich snižování, ale naopak se do budoucna předpokládají investice do tohoto majetku. Stejně tak je velké množství peněz vázáno k pohledávkám z obchodních vztahů, s čímž je uvažováno i do budoucna, proto ukazatel pohotové likvidity, který by měl vykazovat hodnoty okolo 0,7 až 1,2, je ve všech letech vyšší, než je doporučené. Vzhledem k tomu, že v analýze generátorů hodnoty byl prognózován

rostoucí vývoj peněžně nutných prostředků, odráží se tento stav i na okamžité likviditě, u které se do budoucna předpovídá mírně rostoucí vývoj.

**Tabulka 56: Finanční analýza finančního plánu - koeficient samofinancování**

<b>Zadluženost</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Koeficient samofinancování	72,85%	74,19%	74,64%	74,86%	75,07%

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Hodnoty koeficientu samofinancování v minulosti činily okolo 75 %, z čehož plyne, že si většinu svého majetku financovala vlastními zdroji. Společnost neplánuje navyšování cizích zdrojů prostřednictvím čerpání úvěrů a podobných prostředků, proto je s těmito hodnoty počítáno i do budoucna.

**Tabulka 57: Finanční analýza finančního plánu - rentabilita**

<b>Rentabilita</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Rentabilita aktiv	14,10%	15,66%	15,42%	15,17%	15,17%
Rentabilita vlastního kapitálu	19,36%	20,11%	20,65%	20,65%	20,26%
Rentabilita tržeb	7,89%	8,93%	8,94%	8,87%	8,78%

(Zdroj: vlastní zpracování dle: účetní výkazy HARTMANN-RICO a.s.)

Rentabilita aktiv a rentabilita vlastního kapitálu vykazovala v minulosti kolísavý vývoj, do budoucna je prognózován stabilnější vývoj. Rentabilita tržeb, která v minulosti také vykazovala výkyvy je prognózována jako stabilnější, avšak s mírným poklesem v roce 2023.

## 6 NÁVRH STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

V následující kapitole bude provedeno stanovení hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s. prostřednictvím výnosové metody diskontovaného peněžního toku (DCF). Pro výpočet bude použita technika DCF entity, která se skládá ze dvou fází.

### 6.1 Výpočet diskontní míry

Pro účely stanovení hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s. je potřeba určit výši nákladů na kapitál, pomocí kterých se následně stanoví vážené průměrné náklady kapitálu (WACC), sloužící jako diskontní míra při oceňování podniku metodou DCF entity. Společnost HARTMANN - RICO a.s. aktuálně nečerpá krátkodobé ani dlouhodobé půjčky od úvěrových institucí, a jak lze vidět ve finančním plánu, není to očekáváno ani do budoucna. Nicméně společnost čerpá úvěry v rámci skupiny HARTMANN.

#### 6.1.1 Náklady na cizí kapitál

Podnik v letech 2014 až 2016 čerpal krátkodobé bankovní úvěr, jednalo se o kontokorentní úvěr. Dále HARTMANN - RICO a.s. čerpá úvěry poskytnuté od skupiny HARTMANN, jedná se o závazky vůči společnostem v konsolidačním celku, především úvěry od mateřské společnosti, v roce 2015 společnost čerpala zápůjčku i od své dceřiné společnosti na Slovensku. Jednotlivé úrokové sazby byly zjištěny jako podíl úrokových nákladů vůči výši celkového úvěru předešlého roku.

Tabulka 58: Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Závazky vůči společnostem v konsolidačním celku	197 898	350 050	227 069	249 277	251 791	273 998
Krátkodobé bankovní úvěry	6341	32 073	15134	0	0	0
Úvěry celkem	204 239	382 123	242 203	249 277	251 791	273 998
Nákladové úroky	555	1 111	2 133	572	813	1 852
Úroková sazba		0,54%	0,56%	0,24%	0,33%	0,74%
<b>Náklady na cizí kapitál</b>	<b>0,74%</b>					

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výroční zpráva HARTMANN – RICO a.s.)

Náklady cizího kapitálu byly stanoveny na úrovni úrokové sazby k datu ocenění podniku, tedy k 31. 12. 2019 ve výši 0,74 %.

### 6.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál byly zjištěny přes Damodaranovu modifikaci modelu CAPM. Východiskem modifikace je bezriziková výnosnost amerického trhu, ke které se připočítá riziko země, na kterou je model aplikován.

**Tabulka 59: Náklady vlastního kapitálu modifikace modelu CAPM**

<b>Náklady vlastního kapitálu (Damodaranova modifikace modelu CAPM)</b>	
Bezriziková výnosová míra (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	1,88
Beta nezadlužené pro "Healthcare products" (Evropa)	1,14
Riziková prémie kap. trhu USA (geometrický průměr 1928-2020)	4,67
Rating České republiky	Aa3
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,59
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	0,885
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	0,7
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů – odhad	1,60%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0,06
Daňová sazba	19,00%
<b>Beta zadlužené</b>	<b>1,20</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>8,19</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra ( $r_f$ ) byla stanovena na základě aktuální výnosnosti desetiletých vládních dluhopisů USA, jejíž výše k 31. 12. 2019, tedy k datu ocenění společnosti HARTMANN - RICO a.s., činila 1,88%. (U.S. Department of the treasury)

Riziková prémie kapitálového trhu USA byla zjištěna na základě geometrického průměru let 2014 až 2019, jelikož podnik je oceňován k 31. 12. 2019 a k stanovení jeho hodnoty je analyzováno právě toto časové rozmezí. Hodnoty rizikové prémie kapitálového trhu USA jsou také veřejně dostupné na internetových stránkách profesora Damodarana, kde vykazuje 4,67%. (Damodaran online, a)

Dále bylo potřeba zjistit rating České republiky, který byl převzat z dat ratingové agentury Moodys, zveřejněných na internetových stránkách České národní banky, kde pro rok 2020 agentura udává Aa3. (Česká národní banka) Rating České republiky byl následně promítnut do rizika selhání země, které dle hodnocení Moodys zveřejněném na webových stránkách profesora Damodarana, představovalo 0,59 %. (Damodaran online, b)

Jelikož riziko selhání země zjištěné v předchozím kroku, bylo odvozeno z dluhopisů, bylo ještě potřeba riziko selhání země upravit, aby byl získán odhad rizikové přírážky vlastníka. Úpravu lze provést odečtením volatility trhu akcií od volatility státních dluhopisů, avšak vzhledem k tomu, že by bylo velmi obtížné zjistit tyto aktuální hodnoty, byl jako zástupce rozdílu volatilit použit orientační koeficient, který se nahrazuje hodnotou 1,5. (Mařík a kol., 2018, s. 99) Další nezbytnou úpravou rizika selhání země bylo zvýšení rizikové přírážky země o rozdíl predikované inflace České republiky a USA. Hodnoty inflace byly stanoveny prostřednictvím průměrných prognózovaných hodnot inflací pro období 2020 až 2022. Průměrná prognózovaná inflace České republiky dosahuje výše 2,2 %, v USA se predikuje průměrná budoucí hodnota inflace 2,4 %.

Hodnota beta nezadlužená byla převzata z internetové stránky profesora Damodarana, která pro odvětví zdravotnických produktů v Evropě k datu ocenění podniku vykazovala výši 1,14. (Damodaran online, c)

Náklady na vlastní kapitál bylo potřeba ještě upravit o rizikovou přírážku za menší likviditu vlastnických podílů. Tato přírážka byla pouze odhadnuta, proto její skutečná výše by měla být stanovena odhadcem. Také bylo třeba upravit koeficient bety zadlužené o poměr cizího a vlastního kapitálu oceňovaného podniku, jehož výše je 0,06. Po této úpravě je hodnota bety nezadlužené 1,20.

Po zjištění všech potřebných údajů byly hodnoty dosazeny do vzorce Damodaranovi modifikace modelu CAPM, která vyčíslila náklady vlastního kapitálu ve výši 8,19 %.

### **6.1.3 Průměrné vážené náklady na kapitál**

V tabulce níže je zobrazena kapitálová struktura, která byla vytvořena pomocí iteračního postupu. Iterační postup je založen na určení výchozí kapitálové struktury a následného výpočtu hodnoty podniku, na základě kterého se stanoví nová kapitálová struktura. Postup je třeba opakovat vícekrát, dokud nedojde ke sjednocení výsledné kapitálové struktury.

**Tabulka 60: Celkový zpoplatněný kapitál**

<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>Podíl</b>
Vlastní kapitál	4 533 096	94,30%
Úvěry v rámci konsolidačního celku	273 998	5,70%
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0,00%
Cizí kapitál celkem	273 998	5,70%
<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>4 807 094</b>	<b>100,00%</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

Po získání všech potřebných údajů se parametry dosadily do rovnice pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) na základě které byla zjištěna výsledná hodnota 7,76 %.

**Tabulka 61: Průměrné vážené náklady kapitálu**

<b>Průměrné vážené náklady kapitálu</b>	<b>Váha</b>	<b>Náklad</b>	<b>Součin</b>
Vlastní kapitál	94,48%	8,1%	7,80%
Cizí kapitál po dani	3,52%	0,60%	0,02%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</b>	<b>7,82%</b>		

(Zdroj: vlastní zpracování)

## 6.2 Metoda DCF entity

Stanovení hodnoty podniku HARTMANN - RICO a.s, bude provedeno na základě dvoufázové metody DCF entity, kde ocenění bude vycházet z propočtu hodnoty podniku jako celku. Za volné peněžní toky bude považována tvorba peněžních prostředků, které mají k dispozici jak vlastníci, tak i věřitelé. Ocenění bude provedeno ve dvou krocích, kde v první části budou vypočítány volné peněžní toky plynoucí do firmy (FCFF) pro období 2020 - 2023, které lze označit také za peněžní toky pro vlastníky a věřitele, jejichž východiskem bude již dříve sestavený finanční plán. Následně budou peněžní toky přepočtené prostřednictvím diskontní míry na současnou hodnotu. Ve druhé fázi bude odhadnuta pokračující hodnota na základě Gordonova a Parametrického vzorce. V posledním kroku bude provedeno výnosově ocenění k 31. 12. 2019, kde se sečte hodnota první a druhé fáze a následně se přičte neprovozní majetek k datu ocenění.

### 6.2.1 Současná hodnota 1. fáze

Následující tabulka zobrazuje postup výpočtu první fáze. Volné peněžní toky plynoucí do firmy (FCFF) byly zjištěny na základě korigovaného provozního výsledku hospodaření po odpisech a dani, který byl následně snížen o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Korigovaný provozní výsledek hospodaření byl převzat z finančního

plánu. Ve všech letech společnost plánuje dosahovat kladných hodnot FCFF. Zjištěná výše FCFF byla následně diskontována na současnou hodnotu pomocí hodnoty průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), které jsou v našem případě tvořeny pouze náklady vlastního kapitálu. Součet diskontovaného FCFF v jednotlivých letech podal výslednou současnou hodnotu 1. fáze.

**Tabulka 62: Současná hodnota 1. fáze**

Volné cash flow pro 1. fázi		2020	2021	2022	2023
Korigovaný provozní výsledek hospodaření		492 022	501 567	509 345	512 906
Upravená daň		62 684	63 900	64 891	65 344
<b>Korigovaný provozní VH po dani</b>		<b>429 338</b>	<b>437 667</b>	<b>444 455</b>	<b>447 562</b>
Odpisy		39 902	44 701	50 092	56 339
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)		0	0	0	
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		-42 059	-46 178	-51 569	-57 816
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu		-22 934	-19 020	-26 225	-19 528
<b>FCFF (free cash flow to firm)</b>		<b>404 246</b>	<b>417 170</b>	<b>416 753</b>	<b>426 556</b>
Odúročitel pro diskontní míru (WACC):	7,82%	0,92745	0,86017	0,79777	0,73990
<b>Diskontované FCFF k 1. 1. 2015</b>		<b>374 920</b>	<b>358 838</b>	<b>332 473</b>	<b>315 608</b>
<b>Současná hodnota 1. fáze</b>		<b>1 381 839</b>			

(Zdroj: vlastní zpracování)

## 6.2.2 Pokračující hodnota - současná hodnota 2. fáze

Pro vyčíslení pokračující hodnoty je třeba určit potřebné parametry. Tempo růstu volného peněžního toku bylo stanoveno na úrovni průměrného tempa růstu korigovaného provozního zisku za minulost a plán, které činí 1,66 %. Předpokladem míry růstu  $g$  je maximální limit ve výši udržitelného tempa růstu HDP. Udržitelné tempo růstu HDP bylo vypočítáno jako průměr kladných hodnot míry růstu HDP v letech 2011 až 2019, výsledná hodnota činila 3,03 %. Tempo růstu volného peněžního toku bylo tedy stanoveno na úrovni průměrného tempa růstu korigovaného provozního zisku za minulost a plán, ve výši 1,66 %.

**Tabulka 63: Průměrné tempo růstu korigovaného provozního zisku za minulost a plán**

PRŮMĚRNÉ TEMPO RŮST KPVH ZA MINULOST A PLÁN		
Průměr 2014 až 2019	Průměr plán 2020 až 2023	Průměr celkem
1,26%	2,06%	1,66%

(Zdroj: vlastní zpracování)

Hodnota míry investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu byla zjištěna jako rozdíl investovaného kapitálu za rok 2024 a 2023, podělený korigovaným provozním



výsledkem hospodaření po upravené dani pro rok 2024. Výpočet rentability investic netto byl proveden jako podíl tempa růstu  $g$  a míry investic netto.

**Tabulka 64: Potřebné parametry pro výpočet pokračující hodnoty**

Pokračující hodnota	Hodnota
Tempo růstu $g$	1,66%
Míra investic netto do DM a PK	7,44%
Rentabilita investic netto $r_i$	22,31%
Investovaný kapitál pro rok 2023	2 073 498
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravené dani pro rok 2024	454 991

(Zdroj: vlastní zpracování)

Pro výpočet 2. pokračující fáze byly aplikovány Parametrický vzorec a Gordonův vzorec, kde při správně provedeném výpočtu mají výsledky obou vzorců vykazovat stejnou výši, což bylo splněno.

Parametrický vzorec:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 + \frac{g}{r_i})}{i - g} = \frac{454\,991 \times (1 - \frac{1,66\%}{22,31\%})}{7,82\% - 1,66\%} = 6\,834\,408 \text{ tis. Kč}$$

Gordonův vzorec:

$$PH = \frac{FCFFT_{T+1}}{i - g} = \frac{454\,991}{7,82\% - 1,66\%} = 6\,834\,408 \text{ tis. Kč}$$

Následně byl proveden výpočet současné hodnoty druhé fáze, který byl stanoven pomocí diskontování pokračující hodnoty.

$$PH = 6\,834\,408 \times \frac{1}{(1 + 0,782)^4} = 5\,452\,295 \text{ tis. Kč}$$

### 6.2.3 Závěrečné výnosové ocenění podniku metodou DCF entity

V poslední řadě je potřeba sečíst současné hodnoty první a druhé fáze, čímž se získá provozní hodnota brutto. Provozní hodnota brutto byla vypočítaná jako součet současné hodnoty 1. fáze a současné hodnoty 2. fáze., a její výše činila 6 834 134 tis. Kč. Po odečtení úročeného cizího kapitálu k datu ocenění byla zjištěna provozní hodnota netto. Následně byl k provozní hodnotě

netto přičten neprovozní majetek k datu ocenění, čímž se získala výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF.

**Tabulka 65: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podle metody DCF**

<b>Výnosové ocenění k 1. 1. 2020</b>	<b>Hodnota</b>
Současná hodnota 1. fáze	1 381 839
Současná hodnota 2. fáze	5 452 295
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>6 834 134</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	273 998
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>6 560 136</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	20 954
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>6 581 090</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF k 31. 12. 2019 je 6 581 090 tis. Kč. Současně platí, že vlastní kapitál na této hodnotě nese 96% podíl.

### 6.3 Změna vstupních parametrů

Výsledná hodnota podniku byla stanovena na základě několika parametrů, jejichž vývoj může mít odlišný směr, než s jakým bylo předpokládáno při určování hodnoty podniku v předchozí části. Proto bude zkoumáno, jak by vypadalo výsledné ocenění v případě změn vývoje některých z těchto faktorů.

**Tabulka 66: Změny vstupních parametrů**

<b>Výsledná hodnota podniku</b>	<b>6 581 090 tis. Kč</b>	
Parametry	Nová hodnota podniku	Procentuální změna
Uvažování tempa růstu g na úrovni HDP 3,03 %	7 776 758 tis. Kč	15,38%
Prognóza tuzemských tržeb na základě vývoje trhu CZ-NACE 32.5. (pomocí logaritmického trendu regresní analýzy)	6 414 851 tis. Kč	-2,53%

(Zdroj: vlastní zpracování)

Prognóza tuzemských tržeb byla provedena na základě prognózy vývoje trhu CZ-NACE 32,5 prostřednictvím lineárního trendu analýzy časových řad. Vzhledem k tomu, že regresní analýza vykazovala rovněž vysoký index determinace, bylo zkoumáno, jak by se výsledná hodnota podniku změnila v případě, že by pro prognózu tržeb byl použit logaritmický trend regresního modelu. Zjištěno bylo, že by se hodnota oceňovaného podniku lehce snížila o 2,53 %, tedy na 6 414 851 tis. Kč. V tabulce níže je zaznamenáno, jak by se použití logaritmického modelu

regresní analýzy při stanovení budoucích tuzemských tržeb odrazilo v prognózované ziskové marži. Ta by se mírně snížila, nejednalo by se však o výraznou změnu.

**Tabulka 67: Zisková marže při změně**

	2020	2021	2022	2023
Zisková marže původní	11,10%	11,20%	11,20%	11,20%
Zisková marže při změně parametru	10,90%	11,01%	11,01%	11,01%

(Zdroj: vlastní zpracování)

Stejně tak by při změně tohoto parametru došlo k lehkému poklesu odhadovaných budoucích investic netto do dlouhodobého majetku, a to o 586 000 Kč.

**Tabulka 68: Odhad investic při změně**

v tis. Kč	Odhad investice netto původní	Odhad investic netto nové
Nehmotný majetek	547	497
Stavby	3 805	3 460
Samostatné movité věci	2 105	1 914
<b>Celkem</b>	<b>6 457</b>	<b>5 871</b>

(Zdroj: vlastní zpracování)

Další zkoumanou změnou bylo stanovení tempa růstu  $g$  na úrovni HDP ve výši 3,03 %. V tomto případě by hodnota oceňovaného podniku vzrostla o 15,38 % na 7 776 758 tis. Kč. Vzhledem k tomu, že společnost HARTMANN-RICO a.s. je na trhu již dlouhodobě, nepředpokládá se, že by do budoucna stále rostla až v takovém vysokém tempu, proto v případě použití HDP jako parametru  $g$  pro ocenění, by společnost byla pravděpodobně nadhodnocena. Z toho důvodu, bylo použito pro určení hodnoty podniku jako parametr tempa růstu  $g$ , tempo růstu korigovaného provozního zisku, který je považován za reálnější odraz budoucího vývoje podniku.

V případě stanovení prognózy tuzemských tržeb na základě logaritmického modelu regresní analýzy by v rámci ocenění podniku nedošlo k extrémně výrazným změnám. Z toho plyne, že by prognóza tuzemských tržeb mohla být sestavena i na základě tohoto modelu a pravděpodobně, by se došlo k velmi podobné výsledné hodnotě podniku, jako při prognóze tuzemských tržeb na základě analýzy časových řad. Pokud by při ocenění podniku HARTMANN - RICO a.s. bylo uvažováno tempo růstu  $g$  na úrovni udržitelného tempa růst HDP, s největší pravděpodobností by došlo k nadhodnocení podniku, které by neposkytlo reálný obraz hodnoty podniku.

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku HARTMANN-RICO a.s. sídlící ve Veverské Bítýšce k 31. 12. 2019 za použití metody DCF entity. Před samotným oceněním byla nejprve představena společnost a zpracována strategická analýza, v rámci které bylo zkoumáno jak vnitřní, tak vnější prostředí společnosti. Vnější analýza podniku byla provedena na základě SLEPTE analýzy, pro interní analýzu byla použita analytická technika McKinseyho model 7S a pro analýzu finančního zdraví podniku, byla zpracována finanční analýza, která byla následně porovnána s hodnotami odvětví a konkurenčních společností. Na základě finanční analýzy lze poukázat na to, že existence společnosti není ohrožená a že se jedná o stabilní společnost, u které lze předpokládat její budoucí fungování. Součástí strategické analýzy je také vymezení relevantního trhu, hlavní činností společnosti HARTMANN - RICO a.s. je výroba a distribuce zdravotnických prostředků a hygienických pomůcek, které dodává v rámci tuzemska i zahraničí, proto byl trh rozdělen na dva, a to český a zahraniční. Relevantní trh pro tuzemské tržby byl určen na základě zařazení společnosti do odvětvové klasifikace CZ - NACE 32,5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v České republice. Relevantní trh pro export byl zařazen podle klasifikace produkce NACE do skupiny C32,5 Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb v Německu, Francii a na Slovensku. Všechny provedené analýzy byly shrnuté ve SWOT analýze, která určila silné a slabé stránky společnosti a její příležitosti a hrozby. Pro následné ocenění společnosti bylo dále potřeba zpracovat finanční plán, kterému předcházela analýza a prognóza generátorů hodnoty, kterými byly prognóza tržeb, ziskové marže, investic do pracovního kapitálu a investic do dlouhodobého majetku. Prognóza tržeb byla provedena zvlášť pro tuzemské tržby a zvlášť pro tržby plynoucí z exportu a následně byly tyto tržby sečteny. Na základě hodnot zjištěných v analýze a prognóze generátorů hodnoty byl sestaven finanční plán na roky 2020 až 2022, kterému následovalo předběžné ocenění podniku provedené na základě těchto generátorů hodnoty. Dalším krokem pro výsledné stanovení hodnoty podniku bylo určení výše diskontní míry potřebné pro ocenění společnosti metodou DCF, která byla zjištěna prostřednictvím stanovení nákladu na kapitál, který byl vypočítán prostřednictvím Damodaranovi modifikace modelu CAPM. Vzhledem k tomu, že společnost HARTMANN - RICO a.s. nedisponovala žádnými úročenými úvěry, ani tak neplánuje do budoucna, byla výše diskontní míry stanovena pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Následujícím krokem bylo již samotné ocenění podniku metodou DCF entity, které určilo, že výsledná hodnota podniku k 31. 12. 2019 představuje 5 962 254 tis. Kč. Závěrem bylo

zkoumáno, jaký vliv by měly na výslednou hodnotu podniku některé změny vstupních parametrů.

## SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

B. BRAUN. *B. Braun Medical ve zkratce*. Bbraun.cz [online]. ©2020 [cit. 2020-12-11]. Dostupné z: <https://www.bbraun.cz/cs/spolecnost.html#>.

CEVRO - LIBERÁLNĚ KONZERVATIVNÍ AKADEMIE. *Úroveň vzdělání a transformace*. Cevro.cz [online]. ©2014 [cit. 2020-14-11]. Dostupné z: [http://www.cevro.cz/web\\_files/soubory/ctrnacni-deniky/14denik\\_18\\_2014.pdf](http://www.cevro.cz/web_files/soubory/ctrnacni-deniky/14denik_18_2014.pdf).

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *O ČNB, Ratingové agentury*. cnb.cz [online] ©2021 [cit. 2021-03-04]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/).

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, a. *Vývoj obyvatelstva české republiky 2019*. Czso.cz [online]. ©2020 [cit. 2020-11-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-obyvatelstva-ceske-republiky-2019>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, b. *Podíl nezaměstnaných osob v krajích*. Czso.cz [online]. © 2020 [cit. 2020-11-15]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xc/mapa-podil-kraje>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, c. *Míra inflace v České republice*. Czso.cz [online]. © 2020 [cit. 2020-11-16]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xp/mira-inflace-v-ceske-republice>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, d. *Zahraniční obchod ČR podle CZ-CPA -čtvrtletní údaje – 4. čtvrtletí 2016*. Czso.cz [online]. © 2021 [cit. 2021-02-02]. <https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni-obchod-cr-podle-cz-cpa-ctvtletni-udaje-4-ctvtletni-2016>.

DAMODARAN ONLINE, a. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2020*. Pages.stern.nyu.edu [online] ©2021 [cit. 2021-04-05]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html?fbclid=IwAR0HZpma3\\_Mkb164ViDr9LA1XQB2H\\_xaCf40Nntljdjg2lNMKbmLWVa6eWM](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html?fbclid=IwAR0HZpma3_Mkb164ViDr9LA1XQB2H_xaCf40Nntljdjg2lNMKbmLWVa6eWM).

DAMODARAN ONLINE, b. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Pages.stern.nyu.edu [online] ©2021 [cit. 2021-04-03]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html).

DAMODARAN ONLINE, c. *Data: current, Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe*. Pages.stern.nyu.edu [online] ©2021 [cit. 2021-04-05]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

EUROSTAT. *Metadata - Statistická klasifikace ekonomických činností v Evropském společenství, rev. 2 (2008)*. Ec.europa.eu [online]. © 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=LST\\_NOM\\_DTL&StrNom=NACE\\_REV2&StrLanguageCode=EN&IntPcKey=18505994&StrLayoutCode=HIERARCHIC](https://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=LST_NOM_DTL&StrNom=NACE_REV2&StrLanguageCode=EN&IntPcKey=18505994&StrLayoutCode=HIERARCHIC).

EUROSTAT, b. *Annual detailed enterprise statistics for industry (NACE Rev. 2, B-E)* [online]. © 2021 [cit. 2021-04-02]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teis150/default/table?lang=en>.

EROPSKÁ KOMISE. *Národní účty a HDP*. Ec.europa.eu [online]. © 2021 [cit. 2021-02-01]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=National\\_accounts\\_and\\_GDP/cs#V.C3.BDdaje\\_na\\_spot.C5.99ebu](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=National_accounts_and_GDP/cs#V.C3.BDdaje_na_spot.C5.99ebu).

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ KOMISE. *Makroekonomická projekce*. Ecb.europa.eu [online]. © 2021 [cit. 2021-02-01]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202012\\_eurosystemstaff~bf8254a10a.cs.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202012_eurosystemstaff~bf8254a10a.cs.html).

HARTMANN - RICO A.S., a. *O nás*. cz.hartmann.info [online] ©2020 [cit. 2020-11-10]. Dostupné z: [http://cz.hartmann.info/o\\_nas.php](http://cz.hartmann.info/o_nas.php).

HARTMANN - RICO A.S., b. *Novinky a zajímavosti*. cz.hartmann.info [online] ©2020 [cit. 2020-11-15]. Dostupné z: <https://www.hartmann.info/cs-cz/articles/c/1/mdr>.

HARTMANN – RICO A.S., c. *Naše odpovědnost*. cz.hartmann.info [online] ©2020 [cit. 2021-01-24]. Dostupné z: <https://www.hartmann.info/cs-cz/kdo-jsme/l/cz/nase-odpovednost>.

HARTMANN - RICO A.S., d. *Naše hodnoty*. cz.hartmann.info [online] ©2020 [cit. 2021-02-05]. Dostupné z: <https://www.hartmann.info/cs-cz/kdo-jsme/l/cz/nase-hodnoty>.

IDW Standard S1 2008 (standardy německého institutu auditorů IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer). Duseldorf: IDW Verlag. ISBN 978-3-8021-1364-2.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS 2020. London. International Valuation Standards Council, 2020. ISBN 978-0-9931513-3-3-0.

JOHNSON&JOHNSON, S.R.O. *O společnosti*. jnj.cz [online] ©2020 [cit. 2020-12-11]. Dostupné z: <https://www.jnj.cz/o-spolecnosti>.

KEŘKOVSKÝ, M., P. NOVÁK, 2015. *Finanční strategie*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-562-6.

KRATOCHVÍL, A. *Interview*. HARTMANN - RICO, a.s., Masarykovo nám. 77, Veverská Bítýška, 20.10.2019.

KURZYCZ a. *Průměrná mzda – vývoj průměrné mzdy, 2020*. Kurzy.cz [online]. ©2000-2020 [cit. 2020-11-17]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/mzdy/>.

KURZYCZ b. *Graf EUR / Kč, ČNB, grafy kurzů měn*. Kurzy.cz [online]. ©2000-2021 [cit. 2021-02-11]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/grafy/CZK-EUR/>.

MACHKOVSKÁ, H., 2015. *Mezinárodní marketing*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-5366-9.

MALLYA, T., 2007. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-1911-5.

MANAGEMENTMANIA. *Analýza 5F (Five Forces)*. Managementmania.com [online]. ©2016 [cit. 2021-03-21]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/analyza-5f>.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. upr. a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAŘÍK, M., b. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, a. *Makroekonomická predikce - září 2020*. mfcr.cz [online] ©2020 [cit. 2020-11-16]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny>-



sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-zari-2020-39418.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, b. 49. *Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2020 – 2023)*. mfcz.cz [online] ©2020 [cit. 2020-11-16]. Dostupné z: <https://www.mfcz.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/49-kolokvium--setreni-prognoz-makroekono-38442>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČESKÉ REPUBLIKY, a. *Panorama zpracovatelského průmyslu*. Mpo.cz [online]. ©2005-2020 [cit. 2020-11-19]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČESKÉ REPUBLIKY, b. *Zahraniční obchod 1-12/2019*. Mpo. [online]. ©2005-2021 [cit. 2021-02-11]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/zahranicni-obchod/statistiky-zahranicniho-obchodu/zahranicni-obchod-1-12-2019--252686/>.

MINISTERSTVO SPRÁVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík s Sbírka listin*. Or.justice.cz [online]. ©2012-2015 [cit. 2019-10-15]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=429475&typ=PLATNY>.

MINISTERSTVO ZDRAVOTNICTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Dokumenty rok 2019*. Mzcr.cz [online]. ©2010 [cit. 2019-01-05]. Dostupné z: [http://www.mzcr.cz/dokumenty/rok-2019-prinese-ve-zdravotnictvi-radu-novinek-a-zmen\\_16566\\_1.html](http://www.mzcr.cz/dokumenty/rok-2019-prinese-ve-zdravotnictvi-radu-novinek-a-zmen_16566_1.html).

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-1835-4.

SEDLÁČKOVÁ, H., K. BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. rozš. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-367-1.

TOMEK, G., V. VÁVROVÁ, 2011. *Marketing od myšlenek k realizaci*. 3. akt. vyd. Praha: Professional Publishing. ISBN 978-80-7431-042-3.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. Treasury.gov [online]. ©2021 [cit. 2021-04-03]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>.

VLÁDA ČESKÉ REPUBLIKY. *Nouzový stav a mimořádná opatření – co aktuálně platí*. Vlada.cz [online]. ©2020 [cit. 2020-11-17]. Dostupné z: [https://www.vlada.cz/cz/epidemie-koronaviru/dulezite-informace/mimoradna-opatreni\\_-co-aktualne-plati-180234/#ochrana\\_dychacich\\_cest\\_nove](https://www.vlada.cz/cz/epidemie-koronaviru/dulezite-informace/mimoradna-opatreni_-co-aktualne-plati-180234/#ochrana_dychacich_cest_nove).

## SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

EU	Evropská unie
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash-flow
ČPK	Čistý pracovní kapitál
FCFF	Free Cash Flow to the Firm
HDP	Hrubý domácí produkt
HSE	Health, Safety & Environment Management
DCF	Discounted cash flow
GDPR	General Data Protection Regulation
ISO	International Organization for Standardization
IT	Informační technologie
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MF	Ministerstvo financí
SÚKL	Státní ústav pro kontrolu léčiv
WACC	Wighted Average Cost of Capital

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Volné cash flow .....	30
Tabulka 2: Podíl exportu na celkových tržbách .....	37
Tabulka 3: Vývoj průměrné hrubé mzdy v České republice.....	43
Tabulka 4: Vývoj míry inflace v České republice.....	43
Tabulka 5: Vývoj HDP v České republice .....	44
Tabulka 6: Obchodní bilance .....	45
Tabulka 7: Horizontální analýza rozvahy .....	55
Tabulka 8: Vertikální analýza rozvahy .....	56
Tabulka 9: Horizontální analýza VZZ .....	57
Tabulka 10: Vertikální analýza VZZ.....	58
Tabulka 11: Nákladovost v % .....	60
Tabulka 12: Ukazatele rentability v % .....	61
Tabulka 13: Ukazatele zadluženosti v % .....	62
Tabulka 14: Ukazatele řízení aktiv.....	64
Tabulka 15: Ukazatele likvidity .....	65
Tabulka 16: Provozně nepotřebný majetek v tis. Kč .....	69
Tabulka 17: Provozně potřebný majetek v tis. Kč .....	70
Tabulka 18: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč .....	71
Tabulka 19: Teritoriální struktura tržeb dle zemí v tis. Kč a v procentuálním vyjádření .....	71
Tabulka 20: Vývoj tuzemských tržeb oceňované společnosti, konkurence a odvětví .....	73
Tabulka 21: Vývoj tržeb z exportu oceňované společnosti, konkurence a odvětví .....	74
Tabulka 22: Pearsonův korelační koeficient pro český trh .....	76
Tabulka 23: Regresní analýza a její vývojové trendy pro tuzemské tržby.....	76
Tabulka 24: Analýza časových řad a její vývojové trendy .....	77
Tabulka 25: Prognóza tuzemských tržeb .....	77
Tabulka 26: Pearsonův korelační koeficient pro zahraničí .....	79
Tabulka 27: Regresní analýza a její vývojové trendy pro exportní tržby .....	79
Tabulka 28: Analýza časových řad a její vývojové trendy pro tuzemské tržby.....	80
Tabulka 29: Prognóza tržeb pro export .....	80
Tabulka 30: Prognóza celkových tržeb podniku HARTMANN - RICO a.s.....	81
Tabulka 31: Zisková marže shora .....	82

Tabulka 32: Zisková marže zdola - skutečnost .....	83
Tabulka 33: Zisková marže zdola - prognóza .....	84
Tabulka 34: Doba obratu ve dnech - skutečnost .....	84
Tabulka 35: Doba obratu ve dnech – prognóza.....	85
Tabulka 36: Upravený pracovní kapitál - skutečnost.....	85
Tabulka 37: Upravení pracovní kapitál – prognóza .....	86
Tabulka 38: Investiční náročnost - nehmotný majetek .....	87
Tabulka 39: Investiční náročnost - stavby.....	87
Tabulka 40: Investiční náročnost - samostatné movité věci .....	87
Tabulka 41: Odhad investic netto.....	88
Tabulka 42: Plán dlouhodobého nehmotného majetku, jeho investic a odpisů .....	89
Tabulka 43: Plán staveb, jeho investic a odpisů.....	89
Tabulka 44: Plán samostatných movitých věcí, jeho investic a odpisů .....	90
Tabulka 45: Plán pozemky .....	90
Tabulka 46: Celkové investice do dlouhodobého majetku .....	90
Tabulka 47: Rentabilita investovaného kapitálu - skutečnost.....	91
Tabulka 48: Rentabilita investovaného kapitálu - prognóza .....	92
Tabulka 49: Zisková marže po dani a odpisech - prognóza .....	92
Tabulka 50: Předběžná hodnota podniku brutto .....	93
Tabulka 51: Finanční plán výkazu zisku a ztrát.....	94
Tabulka 52: Finanční plán aktiv .....	95
Tabulka 53: Finanční plán pasiv .....	96
Tabulka 54: Finanční plán peněžních toků .....	97
Tabulka 55: Finanční analýza finančního plánu - likvidita.....	98
Tabulka 56: Finanční analýza finančního plánu - koeficient samofinancování.....	99
Tabulka 57: Finanční analýza finančního plánu - rentabilita .....	99
Tabulka 58: Náklady na cizí kapitál.....	100
Tabulka 59: Náklady vlastního kapitálu modifikace modelu CAPM .....	101
Tabulka 60: Celkový zpoplatněný kapitál.....	103
Tabulka 61: Průměrné vážené náklady kapitálu .....	103
Tabulka 62: Současná hodnota 1. fáze .....	104
Tabulka 63: Průměrné tempo růstu korigovaného provozního zisku za minulost a plán .....	104
Tabulka 64: Potřebné parametry pro výpočet pokračující hodnoty .....	105
Tabulka 65: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podle metody DCF.....	106

Tabulka 66: Změny vstupních parametrů.....	106
Tabulka 67: Zisková marže při změně .....	107
Tabulka 68: Odhad investic při změně.....	107

## SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Vývoj exportu a importu v ČR (Zdroj: vlastní zpracování dle MPO,b) .....	45
Graf 2: Vývoj tržního podílu podniku a konkurence na českém trhu .....	73
Graf 3: Vývoj tržního podílu podniku a konkurence na zahraničním trhu .....	74

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Porterův model pěti sil.....	18
Obrázek 2: Struktura vztahů ve skupině .....	36
Obrázek 3: Vývoj EUR/CZK .....	44



## **SEZNAM PŘÍLOH**

Příloha 1: Struktura tržeb společnosti HARTMANN - RICO a.s. ....	I
Příloha 2: Rozvaha společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014 až 2019 - AKTIVA.....	II
Příloha 3: Rozvaha společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014 až 2019 - PASIVA.....	III
Příloha 4: Výkaz zisku a ztrát společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014 až 2019.....	IV

**Příloha 1: Struktura tržeb společnosti HARTMANN - RICO a.s.**

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Prodej vlastních výrobků						
EXPORT	2 374 143	2 525 474	2 670 843	2 519 949	2 826 652	2 884 989
TUZEMSKO	227 977	231 716	214 985	230 336	197 654	205 186
Prodej služeb						
TUZEMSKO	6 944	9 012	8 752	8 811	9 458	6 385
<b>Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb celkem</b>	<b>2 609 064</b>	<b>2 766 202</b>	<b>2 894 580</b>	<b>2 759 096</b>	<b>3 033 764</b>	<b>3 096 560</b>
Prodej zboží						
EXPORT	312 964	333 746	342 557	351 426	368 760	361 551
TUZEMSKO	1 012 402	1 100 446	1 170 939	1 161 333	1 236 532	1 279 077
<b>Tržby za prodej zboží celkem</b>	<b>1 325 366</b>	<b>1 434 192</b>	<b>1 513 496</b>	<b>1 512 759</b>	<b>1 605 292</b>	<b>1 640 628</b>
Tržby celkem	3 934 430	4 200 394	4 408 076	4 271 855	4 639 056	4 737 188
Z toho export	2 687 107	2 859 220	3 013 400	2 871 375	3 195 412	3 246 540
<b>Podíl exportu na celkových tržbách</b>	<b>68,30 %</b>	<b>68,07 %</b>	<b>68,36 %</b>	<b>67,22 %</b>	<b>68,88 %</b>	<b>68,53 %</b>

**Příloha 2: Rozvaha společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014 až 2019 - AKTIVA**

Rozvaha společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014-2019 (v tis. Kč)							
Označení	Aktiva v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2 155 447</b>	<b>2 267 821</b>	<b>2 353 036</b>	<b>2 340 295</b>	<b>2 494 268</b>	<b>2 651 396</b>
B.	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>613 106</b>	<b>588 853</b>	<b>594 079</b>	<b>680 620</b>	<b>875 636</b>	<b>899 988</b>
B. I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>13 705</b>	<b>8 900</b>	<b>14 243</b>	<b>11 366</b>	<b>8 973</b>	<b>15 543</b>
B. I. 2.	Ocenitelná práva	0	8 900	4 615	11 366	8 973	15 217
B. I. 2. 1.	Software	13 705	8 900	4 615	11 366	8 973	152 217
	Poskytnuté zálohy na DHM a nedok. DNM	0	0	9 628	0	0	326
	Nedokončený DNM	0	0	9 628	0		326
B. II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>598 874</b>	<b>579 126</b>	<b>579 009</b>	<b>668 427</b>	<b>865 836</b>	<b>883 618</b>
B. II. 1. 1.	Pozemky	11 248	11 251	11 249	11 105	10 916	10 916
B. II. 1. 2.	Stavby	310 961	294 716	289 352	318 266	379 359	495 436
B. II. 2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	260 944	246 618	231 175	245 970	247 344	356 824
B. II. 5.	Posk. zálohy na DHM a nedok. DHM	15 421	26 541	47 233	93 086	228 217	20 442
B. II. 5. 1.	Poskytnuté zálohy na DHM	374	0	1 841	45 712	93 579	285
B. II. 5. 2.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	15 047	26 541	45 392	47 374	134 638	20 157
B. III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>827</b>	<b>827</b>	<b>827</b>	<b>827</b>	<b>827</b>	<b>827</b>
B. III. 1.	Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba	641	641	641	641	641	641
B. III. 5.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	186	186	186	186	186	186
C.	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 538 712</b>	<b>1 675 019</b>	<b>1 755 037</b>	<b>1 659 675</b>	<b>1 618 632</b>	<b>1 751 408</b>
C. I.	<b>Zásoby</b>	<b>625 797</b>	<b>742 292</b>	<b>657 206</b>	<b>633 211</b>	<b>679 511</b>	<b>673 706</b>
C. I. 1.	Materiál	278 691	340 967	323 919	286 992	305 886	340 585
C. I. 1.	Nedokončená výroba a polotovary	72 964	114 114	65 264	76 175	104 949	68 699
C. I. 3. 1.	Výrobky	131 152	141 297	130 108	134 868	149 734	136 992
C. I. 3. 2.	Zboží	142 990	145 914	137 915	135 176	118 942	127 430
C. II.	<b>Pohledávky</b>	<b>882 865</b>	<b>930 094</b>	<b>1 094 459</b>	<b>994 759</b>	<b>894 220</b>	<b>1 007 185</b>
C. II. 1.	Dlouhodobé pohledávky	415	370	415	385	470	550
C. II. 1. 5.	Pohledávky – ostatní	415	370	415	385	470	550
C. II. 1. 5. 4.	Jiné pohledávky	415	370	415	385	470	550
C. II. 2.	Krátkodobé pohledávky	882 450	929 724	1 094 044	990 397	893 750	1 004 255
C. II. 2. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	670 045	842 443	743 310	727 963	796 311	785 604
C. II. 2. 2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající os.	166 198	0	263 225	176 586	63 500	188 657
C. II. 2. 4.	Pohledávky – ostatní	46 207	87 281	87 509	85 848	33 939	29 994
C. II. 2. 4. 3.	Stát – daňové pohledávky	1 774	5 821	346	0	1 640	7
C. II. 2. 4. 4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 367	5 647	5 092	11 966	9 801	5 299
C. II. 2. 4. 5.	Dohadné účty aktivní	36 887	74 945	82 071	73 882	22 498	24 688
C. IV.	<b>Peněžní prostředky</b>	<b>30 050</b>	<b>2 633</b>	<b>3 372</b>	<b>31 705</b>	<b>39 865</b>	<b>70 817</b>
C. IV. 1.	Peněžní prostředky v pokladně	605	484	686	559	458	580
C. IV. 2.	Peněžní prostředky na účtech	29 445	2 149	2 686	31 146	39 407	69 937
D.	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>3 629</b>	<b>3 949</b>	<b>3 920</b>	<b>3 977</b>	<b>5 036</b>	<b>2 380</b>
D. 1.	Náklady příštích období	3 629	3 949	3 920	3 977	5 036	2 380

**Příloha 3: Rozvaha společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014 až 2019 - PASIVA**

Rozvaha společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014-2019 (v tis. Kč)							
Označení	TEXT	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2 155 447</b>	<b>2 267 821</b>	<b>2 353 036</b>	<b>2 340 295</b>	<b>2 494 268</b>	<b>2 651 396</b>
A.	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>1 637 708</b>	<b>1 599 705</b>	<b>1 760 553</b>	<b>1 678 461</b>	<b>1 791 462</b>	<b>1 931 310</b>
A. I.	Základní kapitál	270 000	270 000	270 000	270 000	270 000	270 000
A. I. 1.	Základní kapitál	270 000	270 000	270 000	270 000	270 000	270 000
A. IV.	<b>VH minulých let (+/-)</b>	<b>975 962</b>	<b>1 092 408</b>	<b>1 078 705</b>	<b>1 247 553</b>	<b>1 179 680</b>	<b>1 287 462</b>
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	975 962	1 092 408	1 078 705	1 247 553	1 179 680	1 287 462
A. V.	<b>VH běžného účetního období</b>	<b>391 746</b>	<b>237 297</b>	<b>411 848</b>	<b>160 908</b>	<b>341 782</b>	<b>373 848</b>
B. + C.	<b>Cizí zdroje</b>	<b>517 739</b>	<b>668 116</b>	<b>592 483</b>	<b>661 834</b>	<b>702 806</b>	<b>720 086</b>
V.	<b>Rezervy</b>	<b>13 307</b>	<b>12 867</b>	<b>12 762</b>	<b>13 313</b>	<b>9 442</b>	<b>11 840</b>
B. 2.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	589	2 224	0	1 935
B. 4.	Ostatní rezervy	13 307	12 867	12 713	11 089	9 442	9 905
C.	<b>Závazky</b>	<b>510 405</b>	<b>655 249</b>	<b>579 721</b>	<b>648 521</b>	<b>693 364</b>	<b>708 246</b>
C. I.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>27 134</b>	<b>23 628</b>	<b>23 774</b>	<b>20 229</b>	<b>23 070</b>	<b>28 286</b>
C. I. 8.	Odložený daňový závazek	27 134	23 628	23 774	20 229	23 070	28 286
C. II.	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>476 930</b>	<b>631 175</b>	<b>554 688</b>	<b>627 556</b>	<b>668 998</b>	<b>677 653</b>
C. II. 2.	Závazky k úvěrovým institucím	6 341	32 073	15 134	0	0	0
C. II. 4.	Závazky z obchodních vztahů	302 707	318 645	347 082	414 574	448 252	460 677
C. II. 6.	Závazky – ovládaná nebo ovládající os.	0	109 197	0	0	0	0
C. II. 8.	Závazky ostatní	167 882	171 260	192 472	212 982	220 746	216 976
C. II. 8. 3.	Závazky k zaměstnancům	23 120	28 168	28 676	32 588	45 669	42 198
C. II. 8. 4.	Závazky ze SZ a ZP	13 780	16 503	16 977	18 776	20 095	25 096
C. II. 8. 5.	Stát – daňové závazky a dotace	12 713	6 404	4 113	7 671	10	12 430
C. II. 8. 6.	Dohadné účty pasivní	118 269	120 185	142 706	153 947	154 972	137 252
D.	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>368</b>	<b>446</b>	<b>1 259</b>	<b>736</b>	<b>1 296</b>	<b>2 307</b>
D. 1.	Výdaje příštích období	368	446	1 259	736	1 296	2 307

**Příloha 4: Výkaz zisku a ztrát společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014 až 2019**

Výkaz zisku a ztrát společnosti HARTMANN - RICO a.s. 2014-2019 (v tis. Kč)							
Ozn.	Výkaz zisku a ztrát v tis. Kč.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
I.	<b>Tržby za prodej výrobků a služeb</b>	2 609 064	2 766 202	2 894 580	2 759 096	3 033 764	3 096 560
II.	<b>Tržby za prodej zboží</b>	1 325 366	1 434 192	1 513 496	1 512 759	1 605 292	1 640 628
A.	<b>Výkonová spotřeba</b>	3 156 861	3 456 638	3 380 070	3 264 403	3 539 083	3 447 472
A. 1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	975 772	1 083 985	1 115 841	1 095 974	1 129 506	1 142 454
A. 2.	Spotřeba materiálu a energie	1 685 912	1 785 478	1 674 268	1 625 746	1 719 586	1 663 159
A. 3.	Služby	495 177	587 175	589 961	542 683	689 991	641 859
B.	<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)</b>	-293	53 446	64 289	-14 142	-38 095	55 656
C.	<b>Aktivace</b>	126	10	-105	-31	-2 689	-4 462
D.	<b>Osobní náklady</b>	531 164	600 525	663 068	733 634	806 905	896 769
	Mzdové náklady	388 492	437 344	485 321	534 261	582 820	640 166
	Náklady na SP a ZP	134 665	152 651	177 747	199 373	224 085	256 603
E.	<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	96 589	81 366	66 267	90 041	70 347	95 344
III.	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	150 212	172 500	173 856	162 036	155 542	182 233
III. 1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	2 221	2 303	2 314	6 022	6 142	411
III. 2.	Tržby z prodaného materiálu	20 511	30 158	33 102	29 373	15 093	12 799
III. 3.	Jiné provozní výnosy	127 480	140 939	138 440	126 641	134 307	169 023
F.	<b>Ostatní provozní náklady</b>	123 399	156 419	142 715	134 277	127 604	165 091
F. 1.	Zůstatková cena prodaného DM	1 192	655	682	1 706	1 005	301
F. 2.	Prodaný materiál	29 945	43 103	39 633	33 088	13 071	11 873
F. 3.	Daně a poplatky v provozní oblasti	1 541	1 465	1 495	1 587	1 425	1 568
F. 4.	Rezervy v pr. oblasti a kompl. N příštích obd.	2 264	8 028	-694	-1 084	-1 647	463
F. 5.	Jiné provozní náklady	88 457	103 168	101 599	98 980	113 750	150 886
*	<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	176 462	132 302	265 628	225 709	291 443	263 551
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	211 422	121 632	214 800	0	147 224	166 902
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	155	70	90	214	90	63
	Nákladové úroky a podobné náklady	555	1 111	2 133	572	813	1 852
*	<b>Finanční výsledek hospodaření (+/-)</b>	262 137	137 713	197 772	-20 833	101 781	164 897
**	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	438 724	270 015	463 400	204 876	393 224	428 448
	<b>Daň z příjmu</b>	46 954	32 718	51 552	43 968	51 442	54 600
**	<b>Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)</b>	391 746	237 297	411 848	160 908	341 782	373 848
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	391 746	237 297	411 848	160 908	341 782	373 848